

UiO : **Det juridiske fakultet**

# Ansvar for feil eller villedende informasjon som påfører investor tap på investeringer i aksjer og obligasjoner

Kandidatnummer: 539

Leveringsfrist: 25.11.2013

Antall ord: 15 603



## Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1.1	Tema .....	1
1.2	Presisering av problemstilling og definisjoner .....	3
1.3	Videre fremstilling.....	7
<b>2</b>	<b>HENSYN.....</b>	<b>8</b>
2.1	Overordnede hensyn .....	8
2.2	Hensyn ved vurderingen av informasjonsmangler .....	9
<b>3</b>	<b>ANSVARSGRUNNLAG OG ANSVARSSUBJEKTER .....</b>	<b>13</b>
3.1	Innledning .....	13
3.2	Informasjon fra selskapet.....	14
3.2.1	Informasjon fra selskapet i forbindelse med tegning av aksjer ved emisjon eller utstedelse av obligasjonslån .....	14
3.2.2	Informasjon fra selskapet som påvirker handel i annenhåndsmarkedet.....	19
3.3	Informasjon fra revisor .....	24
3.4	Informasjon fra selger.....	27
3.5	Informasjon fra tilrettelegger.....	31
3.6	Informasjon fra andre, herunder analytiker .....	34
<b>4</b>	<b>NÆRMERE OM ANSVARSVURDERINGEN .....</b>	<b>40</b>
4.1	Vurderingen av om det foreligger en informasjonsmangel .....	41
4.2	Momenter i ansvarsvurderingen .....	45
4.2.1	Betydningen av hvem som gir informasjonen .....	46
4.2.2	Betydningen av hvem som mottar informasjonen .....	50
4.2.3	Betydningen av kontrakt .....	51
<b>5</b>	<b>AVSLUTTENDE BEMERKNINGER .....</b>	<b>53</b>

<b>6</b>	<b>LITTERATURLISTE</b> .....	<b>58</b>
6.1	Lover.....	58
6.2	Forarbejder.....	58
6.3	Domsregister.....	58
6.4	Juridisk litteratur.....	60
6.5	Artikler.....	61
6.6	Diverse.....	64

# 1 Innledning

## 1.1 Tema

Hvert år omsettes det aksjer og obligasjoner, for hundretalls av milliarder gjennom nærmest utallige transaksjoner.<sup>1</sup> Investorene er alt fra store institusjonelle investorer som oljefondet, til private småsparere som kjøper aksjer over internett. Selv om investorene kan være svært forskjellige har de et fellestrekk ved at de foretar sine investeringsbeslutninger på bakgrunn av informasjon om selskapet som aksjene gir en eierandel i, eller informasjon om selskapet man låner penger til gjennom et obligasjonslån. Et annet viktig fellestrekk er at selv små detaljer i informasjonsgrunnlaget kan ha avgjørende betydning for investors beslutning om å kjøpe, selge eller å avstå fra å kjøpe eller selge.

I den senere tid har det vært flere eksempler på, både i Norge og internasjonalt, på at investorer kan lide store tap når det investeres i aksjer eller obligasjoner på grunnlag av feil informasjon.

Et eksempel er amerikanske bankers utstedelse av obligasjonslån i forkant av finanskrisen i 2007/2008. Mange mener at bankenes villedende informasjon om lånenes risiko var hovedgrunnen til finanskrisen og de enorme tapene og samfunnsmessige konsekvensene som krisen forårsaket.<sup>2</sup> Så nylig som 19. november 2013 inngikk den amerikanske investeringsbanken JP Morgan et forlik med amerikanske myndigheter på 13 milliarder dollar, tilsvarende rundt 80 milliarder kroner. I forliket som ble offentliggjort på det amerikanske justisdepartementets hjemmeside, heter det at banken i betydelig grad har *feilinformert* publikum i forbindelse med salg av verdipapirer knyttet til risikable boliglån.<sup>3</sup> Justisminister Eric

---

<sup>1</sup> Se statistikk på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no).

<sup>2</sup> «Finanskrisen ble i hovedsak forårsaket av at flere banker manipulerte råtne boliglån med usikre betalere, og fikk dem til å virke som sikre lån, og dermed selge dem videre.» jf. DN 23.11.2013.

<sup>3</sup> Justice News 19.11.2013.

Holder uttalte at «bankens måte å pakke risikable boliglån om til verdipapirer, for deretter å selge disse uten å avsløre deres lave kvalitet overfor investorene, var en av årsakene som bidro til å utløse finanskrisen».<sup>4</sup>

Et eksempel fra Norge er Høyesteretts storkammeravgjørelse inntatt i *Røeggen* (Rt. 2013 s. 388), hvor en avtale mellom Røeggen og DnB om kjøp av strukturerte produkter ble satt til side i sin helhet etter avtaleloven (avtl.) § 36, blant annet på bakgrunn av feilaktig og villedende informasjon fra banken.<sup>5</sup> Banken hadde blant annet gjennom informasjonsgrunnlaget til det strukturerte produktet gitt inntrykk av at investeringen ville gi fortjeneste ved lavere stigning i de underliggende indeksene enn det som var tilfellet.<sup>6</sup>

Røeggen-dommen ble behandlet i rettssystemet som en pilotsak med støtte fra Forbrukerrådet som stilte som partshjelper. Forbrukerrådet stilte som partshjelper fordi det var forventet at saken ville få betydning for tusenvis av lignende saker som var satt på hold i Finansklagenemda og rettssystemet i påvente av en endelig avgjørelse.<sup>7</sup> Samlet gjelder disse sakene et hundretalls millioner kroner.<sup>8</sup>

Et annet eksempel er *Sponsor Service-saken* (RG 2008 s. 705), hvor revisor ble dømt til å betale 135 millioner i erstatning til en kredittgiver/bank som hadde gitt lån til revisors oppdragsgiver Sponsor Service. Begrunnelsen var at banken hadde basert sin beslutning om å gi Sponsor Service lån basert på vesentlige feil i regnskapet. Revisor hadde ikke avdekket disse feilene ved revisjon av et årsregnskap som var sentral informasjon for bankens beslutning. Dommen ble stående som rettskraftig da revisors anke til Høyesterett ble nektet fremmet.

---

<sup>4</sup> E24 Nyheter 19.11.2013.

<sup>5</sup> Jr. lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven).

<sup>6</sup> Undertegnede fulgte saken som tilhører i Høyesterett.

<sup>7</sup> Aftenposten 19.01.2011.

<sup>8</sup> Basert på avsetninger fra DNB, antall saker i Finansklagenemda og rettssystemet.

Som eksemplene viser, kan investorer lide store tap når det investeres i aksjer eller obligasjoner på grunnlag av feil informasjon. Dette reiser spørsmål om hvilket ansvar informasjonsgiver har for feil informasjon som påfører investor tap på investeringer i aksjer eller obligasjoner. Dette er tema for denne oppgave.

En av grunnene til at jeg valgte dette temaet for oppgaven er en personlig interesse for økonomi og finans, en interesse som har utviklet seg mens jeg ved siden av studiene har jobbet (og fortsatt jobber) for en finansinstitusjon. Gjennom denne jobben har jeg blant annet jobbet med klagesaker i forbindelse med salg av strukturerte produkter, herunder klager som har kommet i forbindelse med Røeggen-dommen.<sup>9</sup>

## **1.2 Presisering av problemstilling og definisjoner**

Oppgavens hovedtema er hvilket ansvar ulike informasjonsgivere har for feil eller villedende informasjon, der feilen påfører investor et tap på investeringer i aksjer eller obligasjoner.

Det er i praksis en rekke ulike aktører som gir informasjon av betydning for en investors investeringsbeslutninger. Dermed er det også en rekke potensielle feilkilder. Av hensyn til dette har jeg valgt å gi en bred fremstilling som tar for seg ulike ansvarssubjekter, ansvarss grunnlag og ansvarssituasjoner, fremfor en snevrere fremstilling hvor det for eksempel kun fokuseres på ett ansvarssubjekt, ett ansvarss grunnlag og en ansvarssituasjon. Jeg har valgt dette basert på en antagelse om at det finnes fellestrekk mellom de ulike ansvarssubjekter, ansvarss grunnlag og ansvarssituasjoner, som kan være interessante å belyse i en felles fremstillingen. Videre er det slik at det finnes mye juridisk litteratur som omhandler ett ansvarss-

---

<sup>9</sup> Røeggen (Rt. 2013 s. 388).

subjekt sitt ansvar,<sup>10</sup> men så vidt jeg vet finnes ingen fremstilling som tar for seg flere ansvarssubjekter og forsøker å finne fellestrekk og forskjeller.

Oppgaven tar for seg informasjonsgivers *ansvar*. Med dette menes et økonomisk ansvar og det avgrenses mot et eventuelt straffeansvar eller andre offentligrettslige sanksjoner som følge av feil i informasjonsgrunnlaget. Når oppgaven bruker begrepet *ansvar* menes informasjonsgivers eventuelle ansvar for å restituere det økonomiske tapet investor har lidt ved å stole på informasjonsgivers feil eller villedende informasjon. Begrepet sikter dermed til et resultat, uavhengig av om resultatet oppnås ved avtalemessig ugyldighet, kontraktsrevisjon, erstatning i eller utenfor kontrakt, prisavslag eller heving av kjøp eller annet grunnlag.

Oppgaven avgrenser mot behandling av vilkårene til årsakssammenheng og økonomisk tap. Dette er vurderinger som ofte vil være konkret begrunnet. Avgrensningen gjøres med hensyn til oppgavens begrensede omfang.

Oppgaven gjelder *feil* eller *villedende informasjon*. I dette ligger det flere presiseringer av problemstillingen. For det første gjelder oppgaven kun informasjon som faktisk er gitt. Med dette avgrenses det mot utelatt informasjon. Det vil si tilfeller der feilen består i at informasjon som skulle vært gitt, ikke er gitt. Utelatt informasjon kan gi grunnlag for ansvar i de tilfellene hvor det er plikt til å avgi den aktuelle informasjonen og denne plikten er brutt.

Det som omfattes av oppgaven er feil eller villedende informasjon. Med *feil informasjon* menes informasjon som er gitt, men som viser seg å ikke stemme overens med de faktiske forhold.<sup>11</sup> Med *villedende informasjon* menes informasjon som ikke nødvendigvis er urik-

---

<sup>10</sup> Se for eksempel Perland 2013 *Tilretteleggeransvar*, Hjelmeng 2007 *Revisors erstatningsansvar*, og Aarum 1994 *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*.

<sup>11</sup> Perland 2013 s. 308.

tig, men som likevel gir et villedende bilde av de aktuelle omstendighetene.<sup>12</sup> Grensen mellom utelatt informasjon og villedende informasjon kan være uklar og det kan være at viktig informasjon som er utelatt, fører til at informasjon som faktisk er gitt blir villedende. For eksempel kan det være at et selskap unnlater å opplyse om at selskapet har tapt en svært viktig kontrakt. Hvis selskapet i et slikt tilfelle opplyser om «positiv utvikling» eller lignende, kan dette være informasjon som gir et villedende bilde av selskapets situasjon.

Som en samlebetegnelse på avgitt informasjon som er feil eller villedende vil oppgaven bruke begrepet *informasjonsmangel*.

Oppgaven retter seg mot informasjonsmangler som kan påføre investor et tap. Dette omfatter informasjon som er av betydning for det underliggende selskaps utvikling. Med det *underliggende selskap* menes det selskapet som aksjene er knyttet til eller det selskapet som andelene i obligasjonslånet er knyttet til. Det avgrenses mot informasjon som bærer preg av å være en *personlig* anbefaling, det vil si investeringsrådgivning. Investeringsrådgivning er en konsesjonsbelagt investeringstjeneste definert i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-4 (1).<sup>13</sup>

Denne oppgaven gjelder aksjer og obligasjoner. Det avgrenses mot andre finansielle instrumenter. Rettslig sett er det imidlertid ikke noe prinsipielt skille mellom aksjer og obligasjoner på den siden, og andre finansielle instrumenter, for eksempel strukturerte produkter, derivater og andeler i kommandittselskaper, på den andre siden. Enten man kjøper aksjer i et aksjeselskap (omfattet av oppgaven), eller andeler i et kommandittselskap eller et derivat som utleder sin verdi fra et aksjeselskap (ikke omfattet), kan man lide tap som følge feil eller villedende informasjon. Det er heller ingen umiddelbar grunn til at informasjonsgivers ansvar skal være ulikt i slike tilfeller. Likevel har jeg av hensyn til oppgavens omfang og struktur valgt å avgrense oppgaven til aksjer og obligasjoner. Mye innhold kan

---

<sup>12</sup> Perland 2013 s. 308.

<sup>13</sup> Jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven).



imidlertid være relevant for andre finansielle instrumenter, og motsatt kan rettspraksis og teori som omhandler andre finansielle instrumenter.<sup>14</sup>

Aksjer og obligasjoner tilhører ulike kategorier av finansielle instrumenter, *obligasjoner* er låneinstrumenter og *aksjer* egenkapitalinstrumenter. Aksjer og obligasjoner er altså ganske ulike typer av finansielle instrumenter. Til tross for dette har jeg likevel valgt å behandle disse instrumentene sammen i denne oppgaven. Grunnen til det er at informasjon om selskapet, herunder årsregnskaper, investorpresentasjoner, etc., vil utgjøre en vesentlig del av beslutningsgrunnlaget ved investeringer i både aksjer og obligasjoner. I forhold til denne oppgavens problemstilling er det dermed også betydelige likheter.

*Obligasjonslån* er en finansieringsform der et selskap selv utsteder et lån med løpetid på mer enn ett år, og selger andeler i lånet til investorer. For selskapet kan obligasjonslån være et alternativ til bankfinansiering eller det kan være at annen finansiering er ukurant. Obligasjonslån kan både tegnes ved utstedelsen direkte fra selskapet, eller de kan kjøpes gjennom et annenhåndsmarked.

Systematisk kan verdipapirmarkeder deles inn i et primærmarked og et sekundærmarked, også omtalt som henholdsvis *førstehånds-* og *annenhåndsmarked*. *Førstehåndsmarkedet* kjennetegnes av at det utstedes aksjer, obligasjoner, eller andre verdipapirer fra utstedende selskap. En investor som tegner seg i aksjeemisjonen eller obligasjonslånet omtales som *tegner*. Tegner vil her ha et avtaleforhold direkte utstedende selskap, *utsteder*. *Annenhåndsmarkedet* kjennetegnes ved at verdipapirene omsettes direkte mellom investorer, eller gjennom markedsplasser, typisk Oslo Børs. Investor vil for eksempel tegne aksjer i en emisjon/kapitalforhøyelse, for deretter å selge aksjene til en annen investor gjennom Oslo Børs. Tegner vil i førstnevnte tilfelle ha et direkte kontraktsforhold med utstederselskapet

---

<sup>14</sup> Se for eksempel *Labogas* (Rt. 1996 s. 1463) i punkt 3.2.2.

gjennom tegningsavtalen, mens i neste transaksjon så vil kjøper ha avtaleforhold direkte med selger, eventuelt en mellommann/megler.

For å skille mellom investeringer i første- og annenhåndsmarkedet vil begrepene *kjøper* og *selger* benyttes ved handel i annenhåndsmarkedet, mens begrepene *tegner* og *utsteder* benyttes ved aksjeemisjon og utstedelse av obligasjonslån. Begrepet *investor* omfatter både kjøper og tegner.

### **1.3 Videre fremstilling**

I punkt 2 vil det redegjøres for noen hensyn som gjøre seg gjeldende for informasjonsmangler generelt, og særlig om informasjon om aksjer og obligasjoner.

I punkt 3 presenteres de ulike ansvarssubjektene og for hvilke rettslige grunnlag disse kan holdes ansvarlig for informasjonsmangler. Gjennom rettspraksis og konstruerte eksempler vil de mest praktiske ansvarssituasjoner presenteres.

I punkt 4 vil behandles hvordan informasjonsmangler konstateres og det redegjøres for ulike momenter som får betydning for ansvarsvurderingen.

I punkt 5 kommer jeg med noen avsluttende bemerkninger.

Med mindre annet er opplyst er alle uthevninger og kursiveringer mine egne.

## 2 Hensyn

### 2.1 Overordnede hensyn

At informasjon om selskapet er korrekt og utfyllende har en avgjørende betydning for et velfungerende verdipapirmarked, både for markedet generelt og for markedsaktørenes investeringsbeslutninger spesielt.<sup>15</sup> Den kan i denne forbindelse vises til formålsbestemmelsen i vphl § 1-1 som slår fast at lovens formål er å «legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.» Samfunnet er helt avhengig av effektivt og sikkert kapital- og verdipapirmarked for å allokere kapital der den trengs mest. Betydningen av riktig informasjon er også understreket i forarbeidene til verdipapirhandelloven.<sup>16</sup>

Mange verdipapirmarkeder regnes som tilnærmede *effisiente markeder*. Et *effisient marked* kan noe forenklet forklares som et marked hvor samtlige aktører har fullstendig informasjon og reagerer rasjonelt på dette. Antakelsen er at de nevnte forutsetningene vil bidra til at prisingen alltid vil være korrekt, fordi aktørene umiddelbart vil endre sin prising når ny informasjon foreligger. Feil eller villedende informasjon i et effisient marked fører til feil prising av verdipapir og finansielle instrumenter, noe som igjen fører til tap for investorer, svekket tillitt til markedet og markeder som ikke fungerer. Dette er forhold som taler for at det stilles strenge krav til at informasjon som er egnet til å påvirke investeringsbeslutninger er korrekt.

På en annen side vil veldig strenge krav til at informasjonen alltid er korrekt være ressurskrevende. I teorien kan nærmest alle potensielle informasjonsmangler forhindres dersom informasjonen kontrolleres grundig nok. Å stille svært strenge krav til slike kontroller vil imidlertid koste tid og penger, noe som igjen vil redusere effektiviteten. Siden finansmarkeder i betydelig utstrekning er globale, vil dyre og trege transaksjoner forringe konkurranseevnen og kapitalen vil investeres på andre markeder.

---

<sup>15</sup> Perland 2013, s. 256.

<sup>16</sup> NOU 1996:2 s. 29

Til tross for at hensyn til høye kontroll-kostnader og tapt konkurranseevne kan tale for mindre strenge krav til vurderingen av informasjonsmangler, vil nok det bærende hensyn være hensynet til markedets tillitt. Uten tillitt til markedene til heller ikke markedene fungerer effektivt.

## 2.2 Hensyn ved vurderingen av informasjonsmangler

Regler om ansvar for informasjonsmangler gjelder for en rekke ulike livs- og rettsområder.

Innenfor kontrakt finnes det en rekke ulike regelsett som regulerer ansvar for feil eller villledende opplysninger. Se for eksempel avhendingsloven § 3-8,<sup>17</sup> husleieloven § 2-3,<sup>18</sup> bustadoppføringslova § 27,<sup>19</sup> og håndverkertjenesteloven § 18,<sup>20</sup> som alle innebærer mangelansvar for feil eller villedende opplysninger som er vesentlige og som må ha antas å virke inn på informasjonsmottakeres beslutning. At informasjonsgiver kan holdes ansvarlig for informasjonsmangler etter mange forskjellige regelsett på ulike rettsområder, kan det utledes at reglene om informasjonsmangler er et *alminnelig obligasjonsrettslig prinsipp* som gjelder informasjonsmangler i kontrakt. Den omfattende og brede lovreguleringen av informasjonsmangler tyder på at sterke samfunnsmessige interesser i å beskytte de som lider et tap som følge av informasjonsmangler.

I formueretten og erstatningsretten er det et overordnet formål å komme til et rimelig resultat, lovgiver har blant annet gitt uttrykk for dette gjennom avtl. § 36, som i prinsippet kan

---

<sup>17</sup> Jr. lov 03. juli 1992 nr. 93 om avhending av fast eiendom (avhendingslova).

<sup>18</sup> Jr. lov 26. mars 1999 nr. 17 om husleieavtaler (husleieloven).

<sup>19</sup> Jr. lov 13. juni 1997 nr. 43 om avtalar med forbrukar om oppføring av ny bustad m.m. (bustadoppføringslova).

<sup>20</sup> L16.06.1989 nr. 63 Lov om håndverkertjenester m.m for forbrukere (håndverkertjenesteloven).

anvendes til å revidere eller sette til side urimelige avtaler. Det vil fremstå som rimelig at de som gir feil eller villedende informasjon, og som kan bebreides for dette, kan holdes ansvarlige for å restituere tapet til en annen part som ikke er bebreide for å ha innrettet seg etter informasjonen og foretatt beslutninger basert på denne.

På en annen side vil det ikke virke urimelig at en som innretter seg etter/stoler på feil informasjon selv bærer et eventuelt tap hvis vedkommende selv er å bebreide. Hvis den som gjøre beslutningen ukritisk stoler på tilgjengelig informasjon uten å gjøre nødvendige undersøkelser selv, kan hun selv måtte bære tapet. I slike tilfeller vil informasjonsgiver ikke ha en *berettiget forventning* som tilsier at skadevolder skal holdes ansvarlig. Derfor vil informasjonsmottakers berettigede forventninger ofte ha betydning i spørsmål om informasjonsmangler.

Et spørsmål er om hensynet til å beskytte informasjonsmottagers berettigede forventninger har samme vekt i forhold til investeringer i aksjer og obligasjoner som i forhold til andre avtaler.

På den ene siden har man særtrekk ved aksjer og obligasjoner som kan begrunne at informasjonsmottaker i enda større grad bør beskyttes mot informasjonsmangler i slike tilfeller, enn ved informasjonsmangler i andre sammenhenger. Et slikt særtrekk er at informasjonen som foreligger om aksjer og obligasjoner kan ha enda større betydning for informasjonsmottakers beslutning, enn informasjon har i andre skadetilfeller. Dette kan belyses ved hjelp av et eksempel:

Regler om ansvar for informasjonsmangler gjelder også ved kjøp av bolig.<sup>21</sup> Hvis en familie ønsker å kjøpe et hus i Bærum med hage, tre soverom, dobbeltgarasje, «walk in closet» og kjellerstue, kan det tenkes å være 10 – 12 boliger som oppfyller disse kravene. Etter en

---

<sup>21</sup> Se f.eks. *Arealsviktdommen* (Rt. 2003 s. 612).

hektisk visningshelg er antallet begrenset, og etter en andre og kanskje tredje *besiktigelse* gjøres beslutningen om å legge inn et bud på den ene boligen.

Ved kjøp av aksjer og obligasjoner er det annerledes. Aksjer og obligasjoner kan ikke besiktiges, smakes, føles eller prøvekjøres. Investor har kun (som regel skriftlig) informasjon å forholde seg til, og er overlatt til å nøye vurdere denne informasjonen før en veloverveid investeringsbeslutning kan tas. Videre vil det ved kjøp av aksjer eller obligasjoner kun være selskapet selv, og noen få andre aktører, som har direkte tilgang til informasjonen som investorene baserer investeringsbeslutningene på.

Informasjonsmangler ved investeringer i aksjer og obligasjoner har stort skadepotensiale. Eksempler på har kommet frem i enkeltsaker som *Enron*<sup>22</sup>, *Finance Credit*<sup>23,24</sup> og *Sponsor Service*<sup>25</sup>, og ikke minst forlikene og oppgjørene som i disse dager er aktuelt. Informasjon om selskaper og markeder spres fort, blant annet som en følge av moderne kommunikasjon. En feil i informasjonsgrunnlaget ved et boligkjøp kan maksimalt medføre et tap for investor som tilsvarer kjøpesummen, mens feil eller villedende årsregnskaper kan føre til milliardtap for til sammen tusenvis av aksjeeiere og andelseiere av obligasjonslån. Et stort skade-

---

<sup>22</sup> *Enron-saken* regnes som den største konkursen i USA's historie. Energiselskapet Enron gikk konkurs i 2001. Selskapet hadde gitt *feil informasjon* - det hadde skjult selskapets faktiske gjeld og tap. Selskapets aksjer ble av finansmarkedet ansett som stabile. Når selskapets regnskaper ble avslørt stupte selskapets aksjer fra 88 dollar til få cents. Se Dagbladet Magasinet 29.01.2002.

<sup>23</sup> *Finance Credit-saken* fra 2002 regnes som en av norgeshistoriens største finansskandaler. Saken gjaldt inkassoselskapet Finance Credits utgivelse av *feil informasjon* i selskapets regnskaper. De manipulererte regnskapene ga selskapet mulighet til å låne ca. 1,4 milliarder kroner av banker. Gründerene bak selskapet har blant annet blitt dømt for grovt bedrageri som følge av manipulasjonen. Se VG 18.11.02.

<sup>24</sup> Revisorselskapet KPMG ble i juli 2005 i Oslo tingretten dømt til å betale erstatning til Finance Credit Norge AS, dets konkursbo på kroner 656 millioner i tillegg til forsinkelsesrenter og saksomkostninger jf. TOSLO-2003-17426. Ansvarsgrunnlaget for idømmelse av erstatningen var etter revl. § 8-1. Dommen ble anket til lagmannsretten av KPMG, men denne ble senere hevet på grunn av forlik. I september 2005 inngikk partene endelig forlik på kroner 347,3 millioner kroner som endelig oppgjør. Se VG 26.09.2005

<sup>25</sup> *Sponsor Service-saken* (RG 2008 s. 705).

potensial kan derfor tale for et strengt ansvar for informasjon som inngår i investors beslutningsgrunnlag ved investering aksjer eller obligasjoner.

På en annen side reiser det store skadepotensialet også spørsmål om begrensning av ansvar.<sup>26</sup> At ansvar blir avskåret fordi kretsen av tredjemenn var for stort og ubestemt, var tilfellet i Høyesteretts dom *Flymanøverdommen* (Rt. 1973 s. 1268). Her ser vi at argumenter knyttet til informasjonsmangelens store skadepotensial kan anvendes begge veier. På den ene siden har man mange skadelidte som hver for seg har lidt tap, på den andre siden har man en skadevolder som potensielt lider et enormt tap.

Videre er det viktig ikke å glemme utgangspunktet; investeringer i aksjer og obligasjoner gjøres primært i investeringsøyemed. Hensikten med investeringen er å få avkastning på pengene man investerer. Ved å søke avkastning tar investor per definisjon risiko. Høyesterett har også lagt til grunn at investor i utgangspunktet har risiko for egne investeringer/vurderinger.<sup>27</sup>

Et annet særtrekk ved finansielle instrumenter er at det gjelder rene formuestap, i motsetning til tingsskader og personskader, såkalte integritetskrenkelser. Formuestap, en ikke-integritetskrenkelse, ligger utenfor den alminnelige erstatningsrettens hovedområde.<sup>28</sup> I *Sjekk-dommen* (Rt. 1991 s. 1335), som gjaldt spørsmål om ansvar for en trassatbank overfor sjekkmottaker ble det uttalt at «[n]år det er tale om rene formuestap, kan det oppstå spørsmål om det overhodet er erstatningsrettslig vernet».<sup>29</sup> Etter denne uttalelsen kunne selv om det ikke er tvilsomt at formuestap i lang tid har hatt et erstatningsrettslig vern i norsk rettspraksis.<sup>30 31</sup>

---

<sup>26</sup> Fenomenet omtales som flodbølge-problemet. Begrensning av ansvar behandles nærmere under punkt 6.2.

<sup>27</sup> Røeggen-dommen (Rt. 2013 s. 388) avsnitt 55.

<sup>28</sup> Hagstrøm 2004 s. 450.

<sup>29</sup> Sjekk-dommen (Rt. 1991 s. 1335) s. 1342.

<sup>30</sup> Se blant annet *Fiskeparti-dommen* (Rt. 1915 s. 122) og Rt. 1925 s. 988.

Videre vil det ved kjøp av finansielle instrumenter ofte være umulig å for kjøper å restituert sin ytelse. Dersom en bil eller et hus lider av en vesentlig mangel, kan kjøpet heves og begge parter vil tilbakeføre ytelsene sine, kjøper vil få pengene tilbake mens selger får den mangelfulle bilen tilbake. Et tap på finansielle instrumenter vil ofte, men ikke alltid, oppstå ved at selskap går konkurs og verdipapirene blir nærmest verdiløse. Det vil da være lite hensiktsmessig eller umulig å tilbakeføre aksjene til selger. Det blir altså et totalt tap, ofte ingen mellomting.

### **3 Ansvarsgrunnlag og ansvarssubjekter**

#### **3.1 Innledning**

Før en investering i aksjer eller obligasjoner vil en investor typisk vurdere informasjonen om selskapet som investeringen er knyttet til. For eksempel vil en investor som vurderer å investere i et obligasjonslån studere årsregnskapet til debitorselskapet, delta på en investorpresentasjon som debitorselskapet avholder, eller lese en analyse av debitorselskapet som en tredjepart har utarbeidet.

Informasjon som leder til en investeringsbeslutning kan være gitt av ulike aktører og i ulike fora. Tilsvarende kan også feilinformasjon, som leder til at investoren lider et tap, være gitt av ulike aktører og i ulike fora. I dette punkt er temaet i hvilken grad ulike informasjonsgivere kan holdes ansvarlig for tap som oppstår fordi de gir feil eller villedende informasjon.

De ulike informasjonsgiverne som vil bli behandlet er selskapet selv (punkt 3.2), revisor (punkt 3.3), selger i annenhåndsmarked (punkt 3.4), tilrettelegger (punkt 3.5), og analytiker mfl. (punkt 3.7).

---

<sup>31</sup> For nærmere om *erstatningsrettlig vern for rene formuestap* se Thorson 2011.



## 3.2 Informasjon fra selskapet

Selskaper gir jevnlig informasjon om egen virksomhet som vil være egnet til å utgjøre beslutningsgrunnlag for investeringer. Eksempler på dette er informasjon som fremgår av årsregnskaper, investorpresentasjoner, prospekter mv. Spørsmålet i dette punkt 3.2 er om selskapet kan holdes ansvarlig for feil i slik informasjon, når feilen har ledet til et tap for investor.

Først behandles situasjonen der investor tegner aksjer eller obligasjonslån direkte med selskapet. I en slik situasjon vil det foreligge et avtaleforhold mellom investor og selskapet. Deretter behandles situasjonen der informasjon om fra selskapet påvirker handelen i annenhåndsmarkedet. I en slik situasjon vil det ikke foreligge et avtaleforhold mellom investor og selskapet.

### 3.2.1 Informasjon fra selskapet i forbindelse med tegning av aksjer ved emisjon eller utstedelse av obligasjonslån

Selskaper som trenger tilførsel av kapital kan invitere investorer til å tegne aksjer eller obligasjonslån i selskapet. I denne forbindelse vil selskapet gi de potensielle investorene betydelig med informasjon. Blant annet bestemmer vphl. § 7-2 at det «[v]ed tilbud om tegning eller kjøp av *omsettelige verdipapirer* som rettes til 150 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp på minst 1 000 000 euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det utarbeides prospekt».<sup>32</sup> Både aksjer og obligasjoner regnes som *omsettelige verdipapirer*. Ofte vil det også avholdes investorpresentasjoner eller utarbeides annet markedsmateriell.

Det kan tenkes at et selskap gir feil informasjon i en slik sammenheng og at investor lider et tap på grunn av feilen. I slike tilfeller vil det foreligge et avtaleforhold mellom investo-

---

<sup>32</sup> For eksempel skal et prospekt inneholde «de opplysninger som ... er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering» jf. vphl. § 7-13 første ledd.

ren og selskapet og det kan tenkes at tegner vil anføre at tegningen er *avtalerettslig ugyldig* fordi tegningen har skjedd på grunn av feil eller villedende informasjon. Alternativt kan tegner kreve å få restituert sitt tap er etter de alminnelige reglene om culpa-ansvar, altså spørsmål om *erstatning*.

Først behandles spørsmålet om tegner kan si seg fra tegningen i aksjeemisjon basert på at det foreligger avtalerettslig ugyldighet fordi tegningen har skjedd på grunn av feil/ misvisende informasjon.

Etter aksjeloven (asl.) og allmennaksjeloven (asal.) § 2-10, som gjelder ved *stiftelse av selskap*, er en tegning bindende etter registrering i Foretaksregisteret selv om alminnelige avtalerettslige regler skulle tilsi ugyldighet.<sup>33</sup> Lovene gjør kun unntak fra dette dersom tegningen er «falsk, forfalsket, foretatt under grov tvang eller i strid med vergemålsloven», altså de sterke ugyldighetsgrunner. Asl. og asal. § 10-7 tredje ledd siste punktum gir bestemmelsen i § 2-10 tilsvarende anvendelse ved *kapitalforhøyelser*, altså aksjeemisjoner. I praksis innebærer disse reglene at muligheten til å gå fra en tegning på bakgrunn av feilaktig eller villedende informasjon i prospekt, er svært begrenset.<sup>34</sup>

Begrunnelsen for regelen er svært relevant for denne oppgave. Det er nemlig slik at selskapets kreditorer kan se på Foretaksregisterets hjemmesider at selskapets aksjekapital har blitt forhøyet. Kreditorene blir ved dette informert om at selskapets gjeldsbetjeningsevne har blitt styrket og kreditorene kan på bakgrunn av dette treffe nye investeringsbeslutninger.

Dermed kan man få situasjoner hvor investoren i obligasjoner og investoren i aksjer har motstridende interesser. For eksempel kan det være at det først gjennomføres en emisjon i selskapet hvor tegnerne får feil eller villedende informasjon. Deretter kan selskapet tilby

---

<sup>33</sup> Jr. lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper av (aksjeloven) og lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

<sup>34</sup> Aarum 2002 s.262.

investorer å tegne obligasjonslån. På dette tidspunkt vil tegnerne av obligasjonslånene kunne se på Foretaksregisterets hjemmesider at selskapets aksjekapital har blitt betydelig forhøyet, og at selskapet for eksempel har gått fra å være underfinansiert til å være solid.

Hvis tegneren av aksjer i et slikt tilfelle har anledning til å gå fra tegningen fordi tegningen har skjedd på grunn av feil informasjon, kan konsekvensen bli at selskapets kreditorer vil ha foretatt en investering på grunn av feil informasjon. Dermed kan løsningen på et problem for en part, skape et tilsvarende problem for en annen part.

Av blant annet disse grunner lar asl. og asal. § 10-7 (3), jf. § 2-10 hensynet til selskapskreditorer gå foran hensynet til tegneren i slike tilfeller.<sup>35</sup> Reglene som begrenser selskapets ansvar er et aksjerettslig prinsipp, som i disse tilfellene gir forrang overfor avtalelovens alminnelige ugyldighetsregler.<sup>36</sup>

Etter dette er investor, med unntak for sterke *ugyldighetsgrunner*, avskåret fra å rette ugyldighetsinnsigelser mot selskapet etter tegning i aksjeemisjon basert på feil eller villedende informasjon.

Et neste spørsmål er om selskapet kan holdes *erstatningsansvarlige* for økonomisk tap aksjonær har lidt ved å basere tegning på feilaktig informasjon.

Et erstatningsansvar for selskapet kan medføre tilsvarende økonomiske konsekvenser som om aksjonærene kunne gått fra tegningen som følge av ugyldighet. Intuitivt bør man derfor også ved spørsmål om erstatningsansvar ta utgangspunkt i de samme hensynene som gjør seg gjeldende som ved spørsmål om ugyldighet. Hensynet til kreditors interesser taler også her for at selskapet ikke kan holdes erstatningsansvarlige for feil eller villedende informasjon i tegningsdokumentasjonen.

---

<sup>35</sup> Jf. *Labogas* (Rt 1996 s. 1463) s. 1470.

<sup>36</sup> Knudsen 1997 s. 3.

Dette utgangspunktet har også blitt lagt til grunn i rettspraksis. Høyesteretts avgjørelse inn tatt i *Labogas* (Rt. 1996 s. 1463) gjaldt investorer i et kommandittselskap, kommandittister, som hevdet seg uforpliktet til å betale et innkalt innskudd. Kommandittistene hevdet at de var blitt villedet ved kjøp av andelene fordi skipet selskapet hadde investert i, var i langt dårligere forfatning enn angitt i forbindelse med stiftelsen. Førstvoterende uttalte:

«Når det gjelder kravet på erstatning, bemerker jeg at de *hensyn som medfører at kommandittistene ikke kan fragå tegningen*, og således ikke kreve fritakelse for videre innskuddsplikt eller tilbakebetaling av innskudd, tilsier at de heller ikke kan vinne fram med et erstatningskrav mot selskapet. Dette gjelder hva enten erstatningskravet ses som et alternativt grunnlag for å få tilbake det som søkes oppnådd gjennom anførselene om ugyldighet, eller om erstatningskravet begrenses til den "overpris" som ble betalt ved ervervet av andelene. Om kommandittistene skulle gis medhold i et slikt krav, ville de ved å gå veien om erstatning *svække det dekningsgrunnlag som selskapskreditorene* skulle sikres gjennom registreringen.»<sup>37</sup>

Selv om den denne dommen gjaldt er kommandittselskap og ikke et aksjeselskap, vil dommen trolig få direkte anvendelse for aksjeselskap, da hensynet til selskapskreditorenes dekningsgrunnlag er minst like sterk for aksjeselskap. Dette viser også Høyesterett til når de i *Labogas*-dommen presiserer at «[d]e hensyn som ligger bak regelen i aksjeloven, gjør seg også gjeldende i kommandittselskap hvor kommandittistenes ansvar er begrenset og hvor komplementaren er et aksjeselskap.»<sup>38</sup> At *Labogas*-dommen får anvendelse for aksjeselskap har også støtte i juridisk litteratur, Knudsen uttaler at «[d]ommen i Rt 1996 s. 1463 [*Labogas*] gjelder riktignok direkte kommandittselskap, men Høyesteretts begrunnelse har gyldighet også for aksjeselskap.»<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> *Labogas* (Rt. 1996 s. 1463) s. 1471.

<sup>38</sup> *Labogas* (Rt. 1996 s. 1463) s. 1470.

<sup>39</sup> Knudsen 1997 s. 3.

Etter dette kan selskapet heller ikke holdes erstatningsansvarlige for økonomisk tap som aksjonær har lidt ved å basere sin tegning på feilaktig informasjon ved aksjeemisjon.

Rettstilstanden har vært gjenstand for debatt i juridisk litteratur. Blant annet har Kristin Normann Aarum i en artikkel publisert i Tidsskrift for rettsvitenskap argumentert for at det bør åpnes for erstatningsansvar for selskapet i visse situasjoner, spesielt i de tilfellene hvor hensynene bak det aksjerettslige prinsippet.<sup>40</sup>

Tapslidende investorer er imidlertid ikke avskåret fra å kreve sitt tap dekket. Høyesterett uttalte videre i Labogas-dommen at «[e]t erstatningsansvar må i tilfelle rettes mot *personer som eventuelt er ansvarlige for uriktige opplysninger i tegningsgrunnlaget*.»<sup>41</sup> Etter reglene i vphl.§ 7-18 er det styret som er ansvarlige for informasjonsgrunnlaget tegningsinnbydelser til aksjeemisjoner. Dette innebærer i praksis en ansvarsallokering fra selskapet til styret. Styrets erstatningsansvar er regulert i asl. § 17-1. Styrets ansvar er vurdert nedenfor under punkt 3.2.2.

Ved tegning av aksjer må dermed investor rette sitt krav mot styret. Et spørsmål er om dette også gjelder for investorer som tegner andeler i et *obligasjonslån* kan kreve selskapet for feil i tegningsdokumentasjonen ved utstedelse av obligasjonslånet.

Spørsmålet synes ikke å være besvart i rettspraksis eller drøftet noe særlig i juridisk teori. Det kan derfor være hensiktsmessig å se i hvilken utstrekning hensynene som gjør seg gjeldende ved aksjetegninger også gjør seg gjeldende ved tegning av obligasjonslån, og om dette kan begrunne et erstatningsansvar for selskapet.

For det første vil investor som tegner seg i obligasjonslånet være *selskapets kreditor* med en fordring mot selskapet. Det vil være noe underlig om et prinsipp som skal beskytte sel-

---

<sup>40</sup> Aarum 2002 s. 262 flg.

<sup>41</sup> Labogas (Rt. 1996 s. 1463) s. 1471.

skapets kreditorer fremfor aksjeeiere, skal brukes til kreditors ugunst. Videre faller argumentet om registrering i Foretaksregisteret da dette ikke gjøres ved obligasjonslån. Ved tegning i aksjeemisjon vil tegnere motsetningsvis være *eier* av selskapet. Videre vil ikke kapitaltilførselen ved obligasjonslånet registreres i Foretaksregisteret og være offentlig tilgjengelig informasjon slik som kapitalforhøyelse ved aksjeemisjon vil være. Ved aksjeemisjon tilføres selskapet aksjekapital, med ved utstedelse av obligasjonslån øker selskapets gjeldsforpliktelser.

Til tross for disse forskjellene vil fortsatt hensynet til selskapets kreditorer gjøre seg gjeldende ved utstedelse av obligasjonslån. Tegnerne i obligasjonslånet vil sjelden være selskapets eneste kreditorer – banker, leverandører og eventuelle andre obligasjonseiere har bør også være beskyttet etter prinsippet som begrenser selskapets ansvar ved aksjeemisjoner.

Spørsmålet synes å være tvilsomt. Personlig heller jeg mot at det ikke bør være for søksmål direkte mot selskapet, men jeg antar at tvilen som foreligger kan medføre at tegnere i obligasjonslån i praksis velger det rettsgrunnlaget som helt sikkert gjelder, det vil si reglene om styrets ansvar i asl. § 17-1.

### 3.2.2 Informasjon fra selskapet som påvirker handel i annenhåndsmarkedet

Informasjon fra selskapet kan påvirke prisingen ved all omsetning av aksjer eller obligasjoner knyttet til selskapet, også ved handel i annenhåndsmarkedet. Før en investeringsbeslutning vil kjøper, eller selger, gjerne gjøre seg opp en mening om selskapets situasjon. Dette vil i stor grad baseres på informasjon som kommer selskapet selv, enten gjennom firmapresentasjon på egne hjemmesider, kvartalsrapporter, børsmeldinger, pressemeldinger, mv. Hvis selskapet gjennom noen av disse kanalene informerer om at selskapet for eksempel har landet en stor kontrakt, vil dette påvirke investorers forventninger til fremtidige resultater. Aksjeinvestorer får forventninger om høyere overskudd og obligasjonsinvestorer vil forvente at selskapet blir mer solid og at risikoen for at selskapet misligholder låneforpliktelsene blir lavere. Informasjon om den store kontrakten vil altså kunne påvirke prisingen i

annenhåndsmarkedet, og dersom avtalen likevel ikke var landet, vil dette vil igjen kunne medføre tap for investor.

Spørsmålet er dermed i hvilken grad styret kan holdes ansvarlig for investors tap på bakgrunn av feil eller villedende informasjon som selskapet har gitt.

Når temaet er styreansvar er det grunn til å understreke at ansvaret ikke rammer styret som sådan.<sup>42</sup> Styreansvaret er et personlig ansvar for hvert enkelt styremedlem, noe som innebærer at det skal foretas en konkret vurdering i forhold til hvert enkelt styremedlem for å se om vedkommende kan holdes ansvarlig. Dersom flere styremedlemmer kan holdes ansvarlig, vil de hefte solidarisk etter prinsippene i skadeserstatningsloven (skl.) § 5-3.<sup>43</sup> Selv om det er et personlig ansvar vil det for enkelthetens skyld omtales som «styrets ansvar» eller «styreansvar» i denne oppgaven.

Styret er selskapets øverste organ, og har i den egenskap ansvar for å organisere virksomheten på en forsvarlig måte. Etter norsk erstatningsrett kan arbeidsgiver stå ansvarlig for tap som arbeidstaker uaktsomt påfører tredjepart.<sup>44</sup>

Hjemmel for styrets erstatningsansvar er asl. § 17-1 (1). Det følger av bestemmelsen at «... aksjeeier eller *andre* [kan] kreve at ..., styremedlem, ... erstatter skade som de i nevnte egenskap forsettlig eller uaktsomt har voldt vedkommende». I bestemmelsen andre ledd utvides ansvaret til også å gjelde «den som forsettlig eller uaktsomt har *medvirket* til skadevolding som nevnt i første ledd.»

---

<sup>42</sup> Jf. Perland 1999 s. 126.

<sup>43</sup> Jr. lov 13. juni 1969 nr. 26 om skadeserstatning (skadeserstatningsloven).

<sup>44</sup> Jf. skl. § 2-1.

Etter første ledd er det klart at aksjeeier kan kreve erstattet tap som styret har voldt selskapet og dermed aksjeeier. Hvem lovgiver sikter til med begrepet «andre» er imidlertid uklart. En kontekstuell tolkning vil tilsi at «andre» må være noen som har en viss tilknytning til selskapet, og dermed være med i gruppen av potensielle skadelidte. Eksempler på subjekter dette kan omfatte er selskapets kreditorer, leverandører og samarbeidspartnere.

Forarbeidene sier at begrepet «andre» typisk vil omfatte selskapets kreditorer men at det ikke er begrenset til disse. I Høyesteretts dom inntatt i Rt. 1998 s. 276 uttaler førstvoterende at «[d]et er ikke tvilsomt at uttrykket "andre" omfatter *selskapets medkontrahenter*.»<sup>45</sup> Potensielle skadelidte etter asl. § 17-1 kan etter dette sies å inkludere aksjeeiere, kreditorer og kontraktsparter.

Skyldkravet for å ilegge ansvar etter bestemmelsen er uaktsomhet. I begrepet uaktsomhet ligger det at skadevolder kan bebreides for den skadevoldende handling. Sagt med andre ord må skadevolder ha opptrådt klanderverdig. Spørsmålet er hvor terskelen for styrets uaktsomhet går i forhold til feil eller villedende informasjon som selskapet har gitt om faktiske forhold.

For å besvare dette vil det være hensiktsmessig å se nærmere på hvilke typer informasjon som styret typisk utarbeider og står som ansvarlige for.

Styret kan i flere tilfeller utarbeide informasjon om faktiske forhold som vil inngå i investors beslutningsgrunnlag. Etter vphl. § 7-18 er styret ansvarlig for utarbeidelse av prospekter i forbindelse med utstedelse av aksjer. Videre vil styret også stå ansvarlige for utarbeidelse av årsberetning og underlag til regnskap. Denne type informasjon vil lett kunne føre til tap for investorer som innretter seg etter den, og det senere viser seg at informasjonen var feil eller villedende.

---

<sup>45</sup> Jf. Rt. 1998 s. 276 s. 281.



Ved utstedelse av aksjer gjennom en emisjon vil informasjonen i prospektet ha stor potensiell skadeevne for de som tegner aksjer i emisjonen.<sup>46</sup> Informasjon i prospektet vil skape forventninger hos potensielle tegnere. Dersom informasjonen er feil til gunst for selskapet, vil det i teorien føre til at flere tegner seg i emisjonen enn det tilfellet ville vært med riktig informasjon. Da prissettingen ofte er satt med et intervall basert på etterspørsel, vil den kunstig høye etterspørselen føre til kunstig høy verdsettelse av de utstedte aksjene. De som tegner seg i emisjonen vil lide et tap.

Styret er også ansvarlige for utgivelse av årsberetninger og regnskaper.<sup>47</sup> Årsberetning og årsregnskap er egnet til å gi et godt bilde av selskapets drift og økonomiske situasjon. Hovedformålet med årsberetningen er å gi alle involverte aktører en oversikt over virksomhetens utvikling, resultat og finansielle situasjon, og skal som et minimum gi en «rettvisende oversikt over utviklingen og resultatet av den regnskapspliktiges virksomhet og av dens stilling, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risikoer og usikkerhetsfaktorer» selskapet står overfor, jf. regnskapsloven (rskl.) § 3-3a annet ledd første punktum.<sup>48 49</sup> Årsregnskapet skal blant annet inneholde resultatregnskap, balanse, kontantstrømoppstilling. Denne typen informasjon, objektiv informasjon om faktiske forhold, vil være sentral i investors beslutningsgrunnlag. Feil eller villedende informasjon vil lett kunne føre til tap for investorer som innretter seg i tillitt den. Ikke minst gjelder dette fordi årsberetningen er offentlig informasjon etter reglene i rskl. § 8-1.

Regnskapstall er videre ofte direkte grunnlag for en rekke analyser som reflekterer selskapets verdi. For eksempel vi man basert på regnskapstall kunne regne seg frem til *verdijustert egenkapital* og forholdstallet *pris/bok*, analyser som vil gi vesentlig informasjon om selskapets reelle verdi.

---

<sup>46</sup> Se Perland 2013, s. 31 flg.

<sup>47</sup> Se regnskapsloven § 3-5.

<sup>48</sup> Jr. lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven).

<sup>49</sup> Se nærmere i regnskapsloven § 3-5.

Hvis regnskapet inneholder en informasjonsmangel, for eksempel i form av en utelatt kostnadspost eller føring av en fiktiv fordring, vil dette slå positivt ut på ulike analyser og potensielle investorer gis (berettigede) forventninger om at selskapet er verdt mer enn det egentlig er, noe som igjen vil føre til at investorene kjøper aksjer til en høyere pris enn de kanskje var villige til, noe som vil kunne innebære et økonomisk tap.

Både feil ved prospekt ved aksjeemisjoner og feil i regnskap og årsberetning kan føre til tap for investor og ansvar for styret. Dette kan også illustreres gjennom rettspraksis.

I Gulating lagmannsretts dom *Traconidommen* (LG-2004-84833) ble et styremedlem erstatningsansvarlig for feil og villedende informasjon i årsregnskap i forbindelse med at en investor hadde tegnet aksjer i emisjon.<sup>50</sup> Søksmålet ble rettet mot en av selskapets to gründerne, som også var styremedlem og daglig leder. Vedkommende hadde i informasjonsgrunnlaget som ble gitt til investor unnlatt å opplyse om betydelig kostnader til et konsulentfirma. Fakturaene fra konsulentselskapet hadde ikke blitt bokført slik at de betydelige kostnadene dette medførte ikke fremgikk av selskapets regnskaper, budsjetter eller noe annen informasjon som ble gitt til investor. Selskapets faktiske månedlige kostnader var omtrent dobbelt så store som de opplyste kostnadene. Lagmannsretten konkluderte med at saksøkte var erstatningsansvarlig. Unnlattelsen av å opplyse om en kostnadspost medførte at informasjonsgrunnlaget ga et misvisende bilde av selskapets økonomiske situasjon, som førte til tap for aksjetegner.

I Oslo tingretts dom *World Travellers AS* (TOSLO-2011-196313) ble styreleder og to styremedlemmer krevet for kredittgivers tap etter reglene om erstatningsansvar i asl. § 17-1 som følge av feil informasjon i selskapets regnskaper. Et av spørsmålene i saken gjaldt sty-

---

<sup>50</sup> *Traconidommen* (LG-2004-84833).

releders og øvrige styremedlemmers ansvar når de har ulik innsikt i det aktuelle forhold. I den forbindelse uttalte retten at:

«Det må foretas en individuell vurdering av det enkelte styremedlem ut i fra den kunnskap og den rolleforventning som med rette kan knyttes funksjonen som styremedlem. Loven har også flere bestemmelser som tillegger styrets leder flere oppgaver og større ansvar enn vanlige styremedlemmer. Dette vil få betydning hvor styrets leder ikke viderebringer relevant informasjon til de øvrige styremedlemmer.»<sup>51</sup>

Etter en vurdering av styreleders og styremedlemmenes rolleforventning og kunnskap ble styreleder alene pålagt erstatningsansvar for kredittgivers tap. De øvrige to styremedlemmene ble frikjent.

I tillegg til disse plikter er det slik at styret i henhold til asl. § 6-13 første ledd har plikt til å føre tilsyn med den «daglige ledelse og selskapets virksomhet for øvrig». Etterlevelse av denne plikten vil normalt innebære at styret kjenner informasjon på selskapets hjemmesider, kvartalsrapporter, børsmeldinger, pressemeldinger og annen informasjon som selskapet gir til sine aksjonærer og kreditorer. Derfor kan styret stilles til ansvar for feil eller villedende informasjon fra selskapet, selv om styremedlemmene ikke var kjent med feilen, fordi styret *burde vært* kjent med feilen i kraft av sitt tilsynsansvar.

### **3.3 Informasjon fra revisor**

Revisors rolle har fått økt oppmerksomhet de siste tiårene, blant annet som følge av store finansskandaler både nasjonalt (Finance Credit og Sponsor Service) og internasjonalt (Enron).

---

<sup>51</sup> *World Travellers AS* (TOSLO-2011-196313) under «rettens vurdering».

Revisor regnes som en tillitsperson i samfunnet. Dette kan blant annet utledes av revisorlovens (revl.) § 2-1, som sier at revisor er «allmenhetens tillitsperson» og at revisor skal utøve virksomheten med «integritet, objektivitet og aktsomhet».<sup>52</sup>

Revisors rolle er, grovt sagt, å kontrollere informasjon fra styret/selskapet. Revisor utarbeider sjelden informasjonen selv, det er revisors nære tilknytning til informasjonen og rolle som tillitsperson som begrunner revisors erstatningsansvar. Når det gjelder *ansvarssituasjoner* knyttet til revisors rolle, er det fem typetilfeller som går igjen i rettspraksis: 1) Revisors ansvar for manglende oppdagelse av *mislige forhold* som underslag og lignende, 2) revisors ansvar for feil ved bekreftelse av *kapitalinnskudd*, 3) revisors ansvar for feil i *årsoppgjøret*, 4) revisors ansvar for feil ved bekreftelse av kapitalinnskudd, og 5) revisors ansvar for feilaktig rådgivning.<sup>53</sup> Alle disse typetilfellene kan føre til at revisor holdes erstatningsansvarlig etter revl. § 8-1.

Revisors erstatningsansvar er hjemlet i revl. § 8-1. Bestemmelsens første ledd sier: «Revisor plikter å erstatte skade som denne *forsettlig eller uaktsomt* har voldt under utførelsen av sitt oppdrag.» Ansvar er ikke begrenset til oppdragsgiver, men gjelder i prinsippet for alle potensielle skadelidte. Potensielle skadelidte kan da være kreditorer, i form av långivere og leverandører samt aksjonærer og potensielle investorer.

Med å vise til forsett og uaktsomhet henviser bestemmelsen til den alminnelige culpanormen. Hva som nærmere ligger i culpavurderingen og hvem som kan kreve erstatning, må vurderes med grunnlag i de normene som styrer revisors virksomhet, sammenhold med alminnelige erstatningsrettslige prinsipper.<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> Jr. lov 15.01.1999 nr. 2 om revisjon og revisorer (revisorloven).

<sup>53</sup> Grønn, Hirsch og Knutzen 1996 s. 11.

<sup>54</sup> Hjelmeng 2006 s. 10 flg.

Et typetilfelle som er veldig praktisk i forhold til denne oppgave er at investor anfører å ha lidt et tap som følge av feil i årsregnskapet. At årsregnskapet er et viktig beslutningsgrunnlag for investorer understrekes også i forarbeidene til revisorloven:

«Årsregnskapet vil normalt være det viktigste beslutningsgrunnlaget for denne gruppe [investorer og potensielle investorer]. Graden av viktighet kan imidlertid variere noe, avhengig av bl.a. eierandel, nærhet til/kunnskap om foretaket o.l. Årsregnskapet skal gi eierne tilstrekkelig grunnlag for å forutsi, sammenligne og evaluere fremtidige kontantstrømmer. Det er derfor viktig at årsregnskapet er fullstendig og pålitelig.»<sup>55</sup>

Revisors rolle ved årsregnskapsrevisjonen er å avdekke feil.<sup>56</sup> Der revisors kontroll svikter, vil mangelfulle eller misvisende årsregnskaper kunne utsette en rekke aktører (for eksempel investorer/aksjonærer, kredittgivere) for tap, ved at disse disponerer (eller unnlater å disponere) i tillit til regnskapets riktighet.

I Borgarting lagmannsretts dom *Sponsor Service* (RG-2008-705) (fikk en Bank medhold i erstatningskrav mot revisoren til en låntaker med grunnlag i at revisor ikke hadde avdekket vesentlige feil i regnskapet ved revisjonen av årsregnskap. Det siste reviderte årsregnskapet sto sentralt ved kredittbeslutningen. Erstatningen ble redusert med omtrent en tredjedel som følge av medvirkning. Banken ble ansett uaktsomt å ha overtrådt krav til alminnelig godt bankhåndverk da beslutningen om å tilby kreditt ble truffet.

Et annet eksempel på at revisor kan holdes erstatningsansvarlig for *feil i regnskaper* er Eidsvoll herredsretts dom av 25. oktober 1993 i sak nr. 850-92A. Et aksjeselskaps revisor ble krevet for tap som saksøkerne var blitt påført ved å delta i en kapitalutvidelse kort tid før selskapets konkurs. I selskapets regnskaper var utestående fordringsmasse oppført med altfor stor verdi. Dette burde revisor avdekket og retten fant under tvil at revisor hadde for-

---

<sup>55</sup> NOU 1997:9 s. 64.

<sup>56</sup> Hjelmeng 2006 s. 3.

årsaket tapet. Retten uttalte at «[s]iden revisjonsberetningen legitimerte det uriktige regnskap må det innebære et ansvarsgrunnlag».<sup>57</sup>

Et eksempel på at revisor kan holdes ansvarlig for *feil informasjon i tegningsinnbydelse*, er Oslo byretts dom av 16. september 1994 i sak nr. 91-07524 A/76. Aksjonærene i et konkursrammet aksjeselskap krevet erstatning fra selskapets revisor og styremedlemmer for tap ved aksjeinvesteringer i selskapet. Aksjonærene anførte at det forelå informasjonsmangler ved tegningsinnbydelsen til aksjeemisjon og unnlattelse av å påpeke ulovlige forhold. Retten konkluderte med at revisor hadde handlet uaktsomt, men at kravet til årsaksammenheng ikke var oppfylt.

På bakgrunn av at revisor er en profesjonsutøver og skal være en tillitsperson i samfunnet bedømmes revisors ansvar strengt. Revisor er derfor også et ansvarssubjekt som i mange tilfeller kan bli idømt ansvar for feil eller villedende informasjon.

### **3.4 Informasjon fra selger**

Informasjon fra selger vil ofte ha avgjørende betydning for kjøpers investeringsbeslutning. Med selger menes her den som selger aksjer eller obligasjoner til en kjøper. Et praktisk tilfelle er om A selger sine aksjer i selskap Y, til investor B. Hvis B baserer kjøpet på uriktig informasjon fra A, vil B kunne påføres et tap. For handler som gjøres på en markedsplass, typisk Oslo Børs, vil ikke selger vite hvem som kjøper aksjene eller andelene i obligasjonslånet. I slike tilfeller vil det derfor sjelden bli aktuelt for å ilegge selger ansvar for informasjonsmangler. Imidlertid kan informasjon fra selskapet (punkt 3.2.2), revisor (punkt 3.3), og analytikere eller andre tredjemenn (punkt 3.6) bli lagt til grunn.

---

<sup>57</sup> Eidsvoll herredsretts dom av 25. oktober 1993 i sak nr. 850-92A.

En typisk situasjon hvor selger kan holdes ansvarlig er ved virksomhetsoverdragelser. Det vil da være et avtaleforhold mellom kjøper og selger og kjøper kan anføre ulike rettsgrunnlag for å restituere et tap som følge av feil informasjon fra selger.

Et rettsgrunnlag som kan føre til restitusjon er avtalelovens regler om ugyldighet. Etter avtl. § 36 kan «[en] avtale *helt eller delvis* settes til side» dersom det «ville virke *urimelig* eller i strid med god forretningsskikk å gjøre den gjeldende». I vurderingen av hva som er *urimelig* fremgår det av bestemmelsens annet ledd at det «tas hensyn ikke bare til avtalens innhold, partenes stilling og forholdene ved avtalens inngåelse, men også til senere inntrådte forhold og omstendighetene for øvrig». Ordlyden «ikke bare» viser at momentene listet opp i annet ledd er ikke uttømmende, avgjørende for resultatet er en totalbedømmelse av avtaleforholdet.

Bestemmelsen rammer både urimelige avtaler og avtaler som strider mot god forretningsskikk. I forarbeidene er det uttalt at den selvstendige betydningen av kriteriet til god forretningsskikk er «neppe stor». <sup>58</sup> Høyesterett uttalte i Røeggen-dommen at det som strider mot god forretningsskikk, «vil i regelen også være urimelig». <sup>59</sup>

Røeggen-dommen er også et eksempel på at avtl. § 36 kan anvendes ved kjøp av finansielle instrumenter, hvor kjøper har lidt et tap som følge av informasjonsmangel. Saken gjaldt gyldigheten av to avtaler mellom DNB og Røeggen om kjøp av to aksjeindeksobligasjoner.

En aksjeindeksobligasjon er et strukturert produkt som inneholder to ulike finansielle instrumenter; en obligasjon eller bankinnskudd, og et derivatelement. Obligasjonen eller bankinnskuddet skal sikre tilbakebetaling av et garantert beløp ved forfall, mens derivatelementet er ment å gi avkastning utover investert beløp. Typisk består derivatelementet av en kjøpsopsjon hvor det underliggende objektet er aksjer eller aksjeindekser.

---

<sup>58</sup> Jf. Ot.prp.nr. 5 1982-1983, side 31.

<sup>59</sup> Røeggen-dommen (Rt. 2013 s. 388) avsnitt 52.

Avtalene ble satt til side og Røeggen fikk restituert hele sin ytelse. Sentralt i Høyesteretts vurdering av ugyldighet var momentet knyttet til «partenes stilling» i avtl. § 36. I avsnitt 54 uttalte førstvoterende at «[når] en avtale er inngått mellom en næringsdrivende og en forbruker, vil dette hensynet gjennomgående stå sentralt».

Også avtl. § 33 kan anvendelse ved kjøp av finansielle instrumenter. Et eksempel på dette er Høyesteretts dom *Bildekk* (Rt. 1935 s. 1079), som gjaldt kjøp av en bedrift som i hovedsak drev med regummiering av bildekk. Kjøper krevde kjøpesummen tilbake fordi feil og villedende informasjon fra selger hadde medført tap. Kjøper fikk medhold i kravet sitt.

«De [selgerne] har begge paa forskjellig vis gitt *uriktige faktiske opplysninger* angaaende omstendigheter av *vesentlig betydning* for Morgenstiernes bedømmelse av salgsgjenstanden, og de har dessuten uberettiget fortiet faktiske omstendigheter av tilsvarende betydning. Det kan efter min mening ikke være tvilsomt at det vilde stride mot redelighet og god tro om Morgenstierne skulde være bundet av kjøpet. Jeg antar derfor, likesom byretten, at Morgenstiernes krav paa tilbakebetaling av kjøpesummen er berettiget, jfr. avtalelovens § 33.»<sup>60</sup>

Selv om dommen er gammel illustrerer den at selger *kan* holdes ansvarlig for informasjonsmangler dersom det vil stride mot redelighet og god tro å gjøre den gjeldende. Både samfunnsmessige forhold og rettstilstanden har imidlertid utviklet seg betydelig etter domsavsigelsen, ikke minst har vi et helt annet og mer omfattende regelsett i dag. For eksempel har avtl. § 36 blitt innført som en alminnelig formuerettslig lempningsregel og bestemmelsen er antatt å omfatte de fleste tilfeller som også rammes av avtl. § 33.

Et annet aktuelt rettsgrunnlag er kjøpslovens bestemmelser om heving og erstatning.

---

<sup>60</sup> *Bildekk* (Rt. 1935 s. 1079) avsnitt 16.



Etter kjøpsloven (kjl.) § 17 har tingen en mangel dersom den ikke er «i samsvar med de krav til art, mengde, kvalitet, andre egenskaper og innpakning som følger av avtalen.»<sup>61</sup> Regelen suppleres av kjl. § 18 som sier at tingen har en mangel hvis tingen verdipapiret «ikke svarer til opplysninger som selgeren i sin markedsføring eller ellers har gitt ... og som kan antas å ha virket inn på kjøpet».

Disse bestemmelsene gjelder etter sin ordlyd *ting*, og er primært utformet med sikte på løsørekjøp. Selv om aksjer og obligasjoner ikke tradisjonelt omtales som *ting*, er det ikke tvilsomt at aksjer og andre finansielle instrumenter omfattes av uttrykket. Høyesterett presiserte dette i dommen inntatt i *Bodum* (Rt. 2002 s. 1110):

«Lov om kjøp av 13. mai 1988 nr. 27 kommer til anvendelse. Det forhold at bestemmelsene primært er utformet med sikte på vanlig løsørekjøp, innebærer likevel at loven anvendt på virksomhetsoverdragelse ved kjøp av aksjer reiser særlige problemstillinger. Blant annet vil vurderingen av spørsmålet om det foreligger en mangel regelmessig bli mer kompleks og sammensatt.»<sup>62</sup>

Bodumdommen gjaldt spørsmål om kjøpsrettslig krav på heving og erstatning. Kjøper hadde kjøpt samtlige aksjer i et selskap som drev kjøkkenutstyersforretning. Den sentrale problemstillingen var om en fordring mot et tilknyttet selskap var bokført til riktig verdi i regnskapet. Fordringen var priset til pålydende, altså fordringens fulle verdi, mens det i virkeligheten var betydelig risiko for mislighold. Høyesterett konkluderte med at det ikke var gitt tilstrekkelige opplysninger om denne risikoen, en risiko som i praksis medførte at selskapet var insolvent på salgstidspunktet. Kjøper fikk medhold i sitt krav om heving og erstatning mot selger. Ved spørsmål om erstatning, ved siden av heving, uttalte retten:

---

<sup>61</sup> Jr. lov 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp (kjøpsloven).

<sup>62</sup> Bodum (Rt. 2002 s. 1110) s. 1118.

«På samme måte som ved ugyldige avtaler, vil det ved heving kunne bli spørsmål om å tilkjenne erstatning for tap og utgifter som er en direkte følge av kontraktsinngåelsen. Det må likevel foreligge et særskilt ansvarsgrunnlag for å statuere erstatning for slikt tap.»<sup>63</sup>

Både avtaleloven og kjøpsloven kan anvendes i forhold til feil eller villedende informasjon fra selger, men i praksis vil nok de fleste saker bli løst etter kjøpsloven. Dette henger sammen med at avtl. § 36 er en generell lempningsregel hvor forbrukerhensyn får stor betydningen for om avtalen er urimelig. Terskelen for å sette til side eller revidere en avtale mellom to profesjonelle parter er svært begrenset etter avtl. § 36. Det antas at de fleste aksjekjøp utenfor børs gjøres av profesjonelle parter, derfor vil det i slike tilfeller være kjøpsloven som får anvendelse.

### **3.5 Informasjon fra tilrettelegger<sup>64</sup>**

Ved utstedelse av obligasjonslån eller ved aksjeemisjoner vil det utstedende selskap av og til benytte et verdipapirforetak som en profesjonell mellommann, her omtalt som *tilrettelegger*, til blant annet formidle informasjon om utsteder, markedsføring mot investorer motta og videreformidle tegninger og forestå oppgjøret.<sup>65</sup> Ved utførelse av disse oppgavene kan tilrettelegger både videreformidle informasjon fra utsteder, og utarbeide informasjon selv, typisk i forbindelse med markedsføring og tegning. Omfanget av aksjeemisjoner og obligasjonslån har vært betydelig de siste årene. I årene 2007 – 2012 har det for eksempel blitt utstedt aksjer for omtrent 226 milliarder kroner gjennom aksjeemisjoner for selskaper notert på Oslo Børs.<sup>66</sup> Tilrettelegging av aksjeemisjoner og obligasjonslån har blitt en betydelig inntektskilde for verdipapirforetakene, og tilretteleggingen har blitt en spesialisert virksomhet.

---

<sup>63</sup> Bodum (Rt. 2002 s. 1110) s. 1121.

<sup>64</sup> For en generell og omfattende redegjørelse av tilretteleggers ansvar ved tilrettelegging av aksjeemisjoner se Perland 2013.

<sup>65</sup> Perland 2013 s. 19.

<sup>66</sup> Emisjonsstatistikk fra Oslo Børs.

Spørsmålet her er om tilrettelegger kan holdes ansvarlig overfor investor som tegner seg i en aksjeemisjon eller ved tegning av andeler i obligasjonslån, for feil eller villedende informasjon i beslutningsgrunnlaget som fører til tap.

Tilrettelegger vil i relasjon til investor kun være en mellommann, tegningsavtalen inngås mellom investor og selskapet som utsteder aksjene eller obligasjonslånet. Dermed er det aktuelle rettslige grunnlag for tilretteleggers erstatningsansvar det alminnelige culpaansvaret. Tilrettelegger er profesjonsutøver, så det legges i utgangspunktet til grunn en streng aktsomhetsvurdering.

Tilrettelegger er som verdipapirforetak direkte underlagt reglene i vphl., herunder reglene om *god forretningsskikk*. Sentralt for oppgavens problemstilling er reglene i vphl. § 10-11 annet ledd. Etter denne bestemmelsen skal tilrettelegger gi investorer og potensielle investorer «relevant informasjon i en forståelig form ... slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.» Og videre i vphl. § 10-11 tredje ledd skal tilrettelegger «påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan.»

Disse reglene, sammenholdt men et strengt profesjonsansvar, taler for et strengt ansvar for tilretteleggers informasjonsmangler ved utstedelse av aksjer og obligasjonslån. Et strengt ansvar for tilrettelegger, og et stort omfang og antall av aksjeemisjoner og utstedelse av obligasjonslån som medfører mange potensielle tapssituasjoner, skulle i teorien tilsi mange saker om tilretteleggers ansvar for domstolene. Men dette er ikke tilfellet. En gjennomgang av rettspraksis viser at tilrettelegger kun har blitt holdt ansvarlig for informasjonsmangler av domstolene i noen få saker. For å illustrere hvilke situasjoner som praksis kan gi ansvar for tilrettelegger vil to av disse sakene presenteres.

I Borgarting lagmannsretts dom *Unipower* (LB-2002-02051) krevde fire investorer som hadde tegnet seg i en aksjeemisjon erstatning fra tilretteleggeren av aksjeemisjonen etter at utstederselskapet hadde gått konkurs. Ett av temaene i Unipowerdommen var manglende beskrivelse av rettstvister. Ett av forholdene som medførte erstatningsansvar var misvisende informasjon om juridiske forhold. Utstederselskapet hadde unnlatt å opplyse om et tidligere forlik hvor utstederselskapet hadde misligholdt forlikavtalen. Tilrettelegger var ikke kjent med misligholdet men lagmannsretten idømte likevel ansvar da det var uaktsomt å ikke foreta nærmere undersøkelser som kunne avdekket dette forholdet. Lagmannsretten uttalte:

«Lagmannsretten er i likhet med tingretten kommet til at [tilrettelegger], opptrådte erstatningsbetingende uaktsomt i forbindelse med tilretteleggingen av aksjeemisjonen ved at man dels ga *uriktige og ufullstendige opplysninger* i prospektet om selskapet, og dels ved at [tilrettelegger] ikke foretok nærmere undersøkelser omkring sentrale forhold ved selskapet.»<sup>67</sup>

Lagmannsretten la ved avgjørelsen særlig vekt på to forhold, *uriktige opplysninger* og forsømt *undersøkelsesplikt*, som kumulert førte til ansvar for tilrettelegger. I tillegg hadde det betydning at tilrettelegger hadde en særlig nær tilknytning til selskapet Unipower og at dette ga investorene berettigede forventinger om at informasjonen fra tilrettelegger var korrekt.

I Oslo tingretts dom *MPF* (11-062353TVI-OTIR/08) ble tilrettelegger holdt erstatningsansvarlig for tilrettelegging av et obligasjonslån. Obligasjonslånet ble utstedt for å finansiere et riggprosjekt med en rigg under bygging. Kostnadsoverskridelser i prosjektet førte til at selskapet senere gikk konkurs. Avgjørelsen ble senere forlikt, men er likevel relevant fordi den belyser flere av tilretteleggers plikter hvor brudd på de aktuelle pliktene kan medføre ansvar. Spesielt tilretteleggers undersøkelsesplikt var tema i dommen, og retten uttalte:

---

<sup>67</sup> *Unipower* (LB-2002-02051) s. 8.

«Det ble ikke foretatt de relevante undersøkelser som tilretteleggingsarbeidet burde ha utløst. Det ble *gitt uriktige eller ufullstendige opplysninger* i investorpresentasjonen. [Tilrettelegger] medvirket til utarbeidelse av denne og satte sitt kvalitetsstempel på den ved på første side å være oppgitt som "manager". Potensielle investorer fikk ved dette en *berettiget forventning* om at [tilrettelegger] hadde brukt sin profesjonelle kompetanse som uavhengig mellommann. Det foreligger en selvstendig undersøkelsesplikt for tilrettelegger som et ledd i den investor-beskyttelse som verdipapirhandelloven forutsetter. Denne *undersøkelsesplikten er i realiteten preseptorisk* idet den utledes av loven.»<sup>68</sup>

Retten utleder her en plikt for tilrettelegger til å undersøke informasjon fra selskapet der forhold tilsier at de burde foreta nærmere undersøkelser. I den forbindelse kan undersøkelsesplikten anses å være særlig plikt for aktører som formidler informasjon som inngår i beslutningsgrunnlaget. Hvor langt denne plikten skulle gjelde er det vanskelig å si noe konkret om, men i MPF-dommen ble det lagt til grunn at en tilsvarende undersøkelsesplikt også vil måtte gjelde ved tilrettelegging av aksjeemisjoner:

«Retten ser ingen prinsipiell forskjell på den undersøkelsesplikt tilrettelegger har ved et usikret obligasjonslån og en aksjeemisjon. Investorers forventning til tilretteleggeren er i utgangspunktet den samme.»<sup>69</sup>

### **3.6 Informasjon fra andre, herunder analytiker<sup>70</sup>**

Moderne teknologi, spesielt internett, gir på den ene siden investorer tilgang til mye informasjon, og på den andre siden informasjonsgivere gode muligheter til å spre informasjon. I praksis er det langt flere aktører enn selskapet (punkt 3.2), revisor (punkt 3.3), selger (punkt 3.4) og tilrettelegger (punkt 3.5), som gir potensielle investorer informasjon om selskapet. Typetilfellene kan variere i betydelig grad, på den ene siden vil profesjonelle analy-

---

<sup>68</sup> MPF (11-062353TVI-OTIR/08) s. 27.

<sup>69</sup> MPF (11-062353TVI-OTIR/08) s. 24.

<sup>70</sup> Se nærmere om informasjonsansvar ved aksjeanalyse i Truyen 2007.

tikere kunne distribuere selskapsanalyser direkte til potensielle investorer.<sup>71</sup> På den andre siden kan i prinsippet hvem som helst spre informasjon om selskaper gjennom blogger og anonyme debattforum på internett. I tillegg kommer diverse eksperter, økonomer og journalister daglig med aksjeråd, investeringstips og annen informasjon gjennom finanspressen med typiske overskrifter som «Kongsberg-aksjen har mye mer å gå på – forvalterne i Odin mener Kongsberg Gruppen skal opp over 50 % fra dagens nivåer»<sup>72</sup> og «Aker Solutions får milliard-kontrakt av Statoil» med ingressen «Aker Solutions er tildelt en kontraktsforlengelse av Statoil som gir selskapet ekstrainntekter i milliardklassen.»<sup>73</sup>

Felles for disse situasjonene er at investorer som baserer investeringsbeslutning på informasjonen fra informasjonsgiveren, kan lide et tap dersom informasjonen viser seg å være feil eller villedende. Spørsmålet er om informasjonsgiver ved noen av disse tilfellene kan holdes ansvarlig feil eller villedende informasjon som investor baserer sin investeringsbeslutning på og som fører til tap.

Det aktuelle rettslige grunnlaget for dette ansvaret er det ulovfestede culpaansvaret. Videre vil regelen i vphl. § 3-10 om investeringsanbefalinger få betydning for vurderingen. Bestemmelsens første ledd lyder:

«Den som utarbeider eller formidler informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utstederne av slike, og som er *ment for distribusjon eller allmennheten*, skal utvise *tilbørlig aktsomhet* for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt og skal på en klar og tydelig måte opplyse om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne.»

---

<sup>71</sup> I praksis vil dette si aksjeanalyser. Etske regler for Norske Finansanalytikerers Forening punkt 2.2 tredje ledd er begrepet «finansanalyse» definert som følger: «Finansanalyse består i å samle og bearbeide informasjon om utstedere av finansielle instrumenter, et finansielt instrument eller andre objekter som kan være grunnlag for investeringsbeslutninger.» jf. Etske regler for Norske Finansanalytikerers Forening 2004.

<sup>72</sup> Hegnar Online 22.11.2013 A.

<sup>73</sup> Hegnar Online 22.11.2013 B.

Bestemmelsen virker etter sin ordlyd å få anvendelse for *alle* som utarbeider eller formidler informasjon om aksjer og obligasjoner. Anvendelsesområdet er imidlertid begrenset til å gjelde for verdipapirforetak og for aksjer og obligasjoner som er eller søkes notert på norsk regulert marked jf. vphl. § 3-1 første ledd.<sup>74</sup> Hensyn til finansmarkedenes integritet og tillitt kan likevel tale for at bestemmelsen får betydning også utenfor tilfellene som direkte rammes. Det er også viktig å presisere at verdipapirhandelloven er en offentligrettslig lov med formål å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, og at brudd på lovens bestemmelser i utgangpunktet kun medfører offentligrettslige sanksjoner som for eksempel at foretaket pålegges å betale mulkt etter reglene vphl. § 17-1, eller i ytterste konsekvens straffeansvar etter reglene i vphl. § 17-3. Brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser gir altså ikke automatisk grunnlag for erstatning for tapslidende investor, dette fremgår blant annet av Høyesteretts dom i *Fokus Bank-saken* (Rt. 2012 s. 1926):

«Jeg anser verdipapirhandellovens bestemmelser om finansforetaks plikter som et hensiktsmessig utgangspunkt for bedømmelsen av hvilke krav man kan stille til banken. Det gjelder selv om overtredelse av verdipapirhandelloven – som er en offentligrettslig lov – ikke automatisk gir avtaleparten et krav mot banken.»<sup>75</sup>

Brudd på bestemmelser i verdipapirhandelloven får likevel betydning for spørsmålet om informasjons giver kan holdes ansvarlig for feil og villedende informasjon som fører til tap for investor som stoler på denne informasjonen.

Hvorvidt det kan oppstilles et ansvar i slike tilfeller vil i praksis kunne bero på en avveining av kryssende hensyn. Sentralt i vurderingen av hvor langt ansvaret bør rekke er hensynet til investors *berettigede forventinger*.

---

<sup>74</sup> Verdipapirforetak er et foretak som yter en eller flere investeringstjenester slik disse er definert i vphl. § 2-1 på forretningsmessig basis, jf. vphl. 2-3 første ledd.

<sup>75</sup> Fokus Bank-saken (Rt. 2012 s. 1926) avsnitt 48. Dette avsnittet ble også gjengitt i Røeggen-dommen (Rt. 2013 s. 388) avsnitt 62.

Hvis informasjonsgiver/skadevolder er en profesjonell analytiker som omfattes av den strenge ansvarsnormen profesjonsansvaret oppstiller, og i tillegg er direkte underlagt verdi-papirhandellovens krav til god forretningsskikk og regler om investeringsanbefalinger, vil dette gi investor en sterk forventning til at informasjonen er korrekt og balansert.

Er skadevolder på en annen side informasjonsgiver en anonym bruker på et debattforum på internett som hevder at for eksempel et legemiddelselskap er i ferd med å få endelig godkjenning på et preparat som vil «skyte kursen i været» på neste handledag, vil investoren normalt ikke ha en berettiget forventning om at informasjonen er korrekt. Unntak kan imidlertid tenkes:

I Borgarting lagmannsretts dom LB-2011-063877 ble en investor domfelt for markedsmanipulasjon og tilskyndelse til innsidehandel. Investoren var innehaver av en meget betydelig *short-posisjon* i en børsnotert aksje, noe som betyr at han ville fått gevinst ved kursnedgang og tapt penger ved kursoppgang. Investoren hadde altså en betydelig interesse i at kursen falt. Etter at selskapets ledelse hadde gitt ut positive nyheter om selskapet gjennom børsmeldinger og kursen sted som følge av dette, fikk investoren en advokat til å skrive et brev med en rekke kritiske spørsmål til selskapet og formidlet også brevet til pressen. Brevet ble sitert og delvis gjengitt og kommentert av en rekke medier, blant annet Dagens Næringsliv og Hegnar online. Den første artikkelen kom på en lørdag, og ved børsåpning mandag morgen falt aksjen 5,7 %. Lagmannsretten fant det «utvilsomt at kursfallet i vesentlig grad skyldtes brevet fra [advokaten] og publiseringen av dette.»<sup>76</sup>

Dommen er interessant for denne oppgaven og spørsmålet om informasjonsgiver kan holdes erstatningsansvarlig fordi alle vilkårene for erstatning basert på culpaansvar synes å være oppfylt. Investoren hadde med forsett sendt et villedende brev til pressen med hensikt å manipulere kursen på en aksje, og lyktes ved dette ved at kursen sank umiddelbart. Dette

---

<sup>76</sup> LB-2011-063877, spørsmålet om markedsmanipulasjon behandles under tiltalens post I.



vil kunne utgjøre ansvarsgrunnlag og årsakssammenheng. Videre vil investorer som solgte aksjer på morgenen for kursfallet ha lidt et økonomisk tap som følge av investorens forsett-  
lige spredning av villedende informasjon.

Et annet eksempel som kan illustrere problemstillingen er hentet fra en sak publisert som hovedoppslag i Kapital. En styreleder og primærinnsider i et børsnotert selskap skrev en rekke anonyme og detaljerte debattinnlegg om selskapet på internett.<sup>77</sup>

En primærinnsider er en i selskapets ledelse, styre eller andre med særlig tilknytning til selskapet. Primærinnsider er underlagt særlige krav knyttet til handel og rapportering av handel etter reglene i vphl. § 4-2. Hensikten med de strengekravene til rapportering er å synliggjøre for markedet/allmenheten hvilke interesser de personene med særlig nær tilknytning til selskapet har i forhold til aksjens utvikling. Hvis for eksempel en styreleder en dag skryter av selskapets positive framtidsutsikter i en investorpresentasjon, og selv neste dag selger alle aksjene hun hadde i selskapet, vil dette være nyttig informasjon til andre investorer.

Styrelederen, som på debattforumet gikk under navnet «jhala», hadde gjennom en rekke debattinnlegg spredt informasjon som at «det er frustrasjon i markedet som holder kursen nede, ikke realitetene i verdiene i [selskapet]» og når kursen var tre kroner uttalt at «[s]tyreleder [han omtaler seg selv i tredjeperson] kan pute to millioner aksjer på syv kroner, men gjør ikke, i hvert fall ikke ennå. Det er ingen logikk i ikke å pute med mindre han tror at aksjer skal over syv kroner». Å *pute* aksjer mener han her at han har salgsopsjoner, en rettighet, som han kan innløse til kurs syv kroner.

Det kan spørres om spredning av slik informasjon, i tillegg til å potensielt kunne rammes av straffebestemmelser om innsidhandel og markedsmanipulasjon, kan utgjøre grunnlag for erstatningsansvar for tapslidende investorer. Utgangspunktet er at investor selv er an-

---

<sup>77</sup> Kapital nr. 19 – 7. november 2013.

svarlig for egne investeringsbeslutninger. Det ville føre informasjonsansvaret svært langt å forlate dette utgangspunktet i tilfeller hvor tapslidende investor har basert beslutningen på informasjon fra et debattforum, selv om informasjonen virket troverdig med en kilde nær selskapet. Og hvis informasjonen kommer fra en kilde svært nær selskapet og bærer preg av å være innsideinformasjon, taler mye for at tapslidende investor burde forstått dette og dermed ikke hatt en berettiget forventning om at informasjonen er sikker. Dette fordi det bør forventes at informasjonsmottaker utøver kildekritikk og også forholder seg til andre informasjonskilder.

På en annen side kan det hevdes at det erstatningsmessige vernet når langt. I den forbindelse er Rt. 1981 s. 462 av interesse. Saken gjaldt et erstatningskrav mot en kommune for prosjekteringsutgifter som var forårsaket av en forventet, men ikke gjennomført omregulering. Etter å ha slått fast at kommunen ikke kunne sies å være forpliktet til å gjennomføre reguleringen gjennom avtale eller annet grunnlag, stilte Høyesterett spørsmål ved om skadelidtes forventning likevel kunne ha et erstatningsrettslig vern. Kravet førte ikke frem, men domspremissene er likevel relevante fordi Høyesterett fremhevet forventningenes grunnlag og styrke som sentrale momenter for et mulig ansvar for villedning av annen enn kontrakts-part.<sup>78</sup> Det ble uttalt: «Spørsmålet blir så om den forventning UEH hadde, likevel kan ha et erstatningsrettslig vern. Dette spørsmål avhenger etter mitt skjønn både av *forventningens grunnlag og styrke* og av de forhold som førte til at kommunen ikke traff vedtak i samsvar med forventningen.»<sup>79</sup>

---

<sup>78</sup> Truyen 2007 s. 89.

<sup>79</sup> Rt. 1981 s. 462 s. 469.

## 4 Nærmere om ansvarsvurderingen

Som redegjørelsen i punkt 3.2 til 3.6 viser, kan det foreligge flere aktuelle grunnlag som kan føre til at investor helt eller delvis får restituert sitt tap i tilfeller hvor investeringsbeslutningen er basert på feil eller villedende informasjon.

Vilkårene for at det skal være grunnlag for ansvar er forskjellig definert i de ulike grunnlagene.

Ved spørsmål om ansvar for informasjonsmangel etter avtl. § 36 er vurderingskriteriet om det vil være *urimelig* eller i *strid med god forretningsskikk* å gjøre avtalen gjeldende. I dommen inntatt i *Lognvik* (Rt. 2012 side 355), ble anført at det var i strid med avtl. § 36 å gjøre gjeldende en avtale om å investere i et lånefinansiert strukturert spareprodukt. Her tok Høyesterett som rettslig utgangspunkt at en investors risiko for egne investeringsbeslutninger forlates der det er *kvalifiserte mangler* ved den informasjon tilbyder har gitt investor, og investor har basert sin investeringsbeslutning på denne.<sup>80</sup>

Etter kjl. § 18 har tingen en mangel hvis den ikke «svarer til opplysninger som selgeren i sin markedsføring eller ellers har gitt om tingen, dens egenskaper eller bruk og som kan antas å ha innvirket på kjøpet». Dersom mangelen medfører et vesentlig kontraktsbrudd av kjøpet heves, jf. kjl. § 39 første ledd.

Etter culpa-ansvaret er vurderingskriteriet *uaktsomhet*, informasjonsgiver må være å bebreide for informasjonsmangelen. Etter sine ordlyder er dette tre ulike vurderinger. Når det gjelder kjøp av finansielle instrumenter har imidlertid Høyesterett uttalt i Fokus Bankdommen (Rt. 2012 s. 1926) at det grunnleggende spørsmålet under de tre grunnlagene er det samme, nemlig «om [investors] tap kan føres tilbake til mangelfull eller villedende in-

---

<sup>80</sup> Lognvik (Rt. 2012 s. 355) avsnitt 68.

formasjon fra bankens side.»<sup>81</sup> Videre i samme avsnitt tar Høyesterett utgangspunkt i verdipapirhandellovens bestemmelser om finansforetakets plikter overfor sine kunder for bedømmelsen av hvilke krav man kan stille til banken. Det understrekes også at verdipapirhandelloven er en offentligrettslig lov og at overtredelse av denne ikke automatisk medfører erstatningsansvar for banken.

Forskjellen av om det foreligger informasjonsmangler etter de ulike rettsgrunnlagene, kan etter dette sies å være en *begrepsforskjell*, og ikke innebære noen *realitetsforskjell*.

#### **4.1 Vurderingen av om det foreligger en informasjonsmangel**

Hensikten med dette avsnittet er å se på vurderingen av hvorvidt det foreligger informasjonsfeil. For å undersøke dette vil det først være hensiktsmessig å si noe om hvilke tolkningsprinsipper som gjør seg gjeldende ved tolkning av informasjon som er avgitt om det underliggende selskapet.

Spørsmålet er hvilke tolkningsprinsipper som bør anvendes ved tolkning av informasjon gitt i forbindelse med investering i aksjer eller obligasjoner.

Hvorvidt det foreligger en informasjonsmangel må i det enkelte tilfellet bero på en konkret vurdering hvor avgitt informasjon vurderes opp mot de faktiske omstendigheter.<sup>82</sup>

Informasjon som typisk vil utgjøre en viktig del av beslutningsgrunnlaget er opplysninger om selskapets finansielle/økonomiske situasjon. For å danne seg et bilde av den økonomiske situasjonen vil man se på selskapets inntekter og kostnader, både historiske og nåværen-

---

<sup>81</sup> Fokus Bank-dommen (Rt. 2012 s. 1926) avsnitt 48.

<sup>82</sup> Perland 2013 s. 290.

de. Slik informasjon fremgår for eksempel av regnskaper, årsrapporter, analyser og investeringspresentasjoner. Dette vil være tall og objektiv informasjon som lar seg verifisere, enten er informasjonen riktig eller gal. Dette taler for en streng objektiv tolkning av slik informasjon.

Videre er informasjonen egnet til å nå et stort, om enn ikke ubegrenset og uensartet gruppe mottakere. Årsberetninger og årsregnskap er ofte tilgjengelig på internett, det samme gjelder ofte presentasjoner og analyser. Å legge til grunn mottakers subjektive forståelse av informasjonen vil være lite hensiktsmessig. Dette taler også for å legge til grunn objektive tolkningsprinsipper.

Siden informasjonen som utgjør beslutningsgrunnlaget for investor kan bestå av ulike dokumenter og kilder, er et sentralt og viktig spørsmål om de ulike elementene av informasjonsgrunnlaget skal vurderes hver for seg eller som en helhet. Dette kan komme på spissen i tilfeller hvor én enkelt opplysning er feil et sted, og isolert sett utgjør en informasjonsmangel, og den samme opplysningen er riktig ett eller flere andre steder i informasjonsgrunnlaget. Et eksempel på dette kan være hvor ett spesifikt regnskapstall eller nøkkeltall er feil i en oppsummerende presentasjon men korrekt i regnskapet som vedlegges et prospekt.

Høyesterett uttalte i dommen inntatt i Fokus Bank (Rt. 2012 s. 1926):

«Selv om informasjonsmaterialet – sett i ettertid – med fordel kunne vært tydeligere, er jeg kommet til at det – *vurdert under ett* – gir tilstrekkelig informasjon til at kundene kunne forstå at notens verdi ble påvirket av utviklingen i et marked, og at det var en risiko for at noten blir terminert ved stort fall i denne verdien»<sup>83</sup>.

---

<sup>83</sup> Fokus Bank (Rt. 2012 s. 1926) avsnitt 75.

Høyesterett vurderte her spørsmålet om det foreligger en informasjonsmangel på bakgrunn av det samlede informasjonsgrunnlaget. Dette harmonerer også med et av hensynene til å beskytte investor berettigede forventninger. Det må legges til grunn at investor baserer sin investeringsbeslutning på et samlet informasjonsgrunnlag, og det er denne informasjonen som helhet som skaper investors berettigede forventninger.

I forhold til temaet informasjonsmangler kan det skilles mellom informasjon om faktiske forhold og prognoser eller estimater om fremtiden. Mens informasjon om faktiske forhold ofte vil være sikre og verifiserbare, vil prognoser om fremtiden, som det ligger i ordlyden, i større grad bære preg av usikkerhet og være avhengig av et fremtidig hendelsesforløp som kan ligge utenfor partenes kontroll. Dette er et skillet som blant annet har blitt lagt til grunn av Høyesterett i dommen inntatt i Rt. 1915 s. 265, i dommen uttalte førstvoterende følgende:

«Tegnerne har ingen plikt til paa forhaand selvstændig at granske, om oplysningerne er stemmende med det virkelige forhold. De er berettiget til at stole paa, at saa er tilfældet, og til at bygge sin tegning utelukkende paa den i indbydelsen givne fremstilling av foretagendets grundlag. Vider det sig derfor, at indbydelsen og dermed ogsaa det foretagende, til hvilket den søker det tegnede publikums støtte, bygger paa et i faktisk hendeende uriktig grundlag, er aktietegningen ikke bindende for tegnerne. Noget andet vil regelmæssig gjælde om de slutninger for foretagendets lønsomhet, som innbyderne mener kunne bygge paa et i indbydelsen aapent og korrekt fremstillet grundlag. Slutningerne faar det regelmæssig bli tegnernes sak at kontrolere og kritisere. Griper de feil i denne kritik og som følge derav tegner aktier i foretagende, som tilslut viser sig mislykket, maa de skuffede forventninger gaa ut over dem selv som over indbyderne selv. Men for riktigheten av det faktiske grundlag, paa hvilket disse slutninger er bygget, er indbyderne ansvarlig. Svinger det, er tegnerne berettiget til at erklære tegningen uforbindene for sig og træde tilbage».<sup>84</sup>

Uttalelsen kan tolkes slik at skillet mellom informasjon om faktiske forhold, og prognoser og beregninger om fremtiden får betydning for investor berettigede forventninger. Mens

---

<sup>84</sup> Rt. 1915 s.265 s. 266.

feil om faktiske forhold lett kan føre til ansvar, må investor selv bære risikoen for at egne forventninger og prognoser om fremtiden slår til.

I praksis har det vist seg vanskelig å vurdere hvorvidt det foreligger feil i prognoser om fremtiden, dette fordi prognoser og estimer om fremtiden vedrørende finansielle instrumenter reiser svært konkrete og kompliserte problemstillinger om økonomiske beregningsmetoder og utregninger. Som daværende leder av Bankklagenemda (nå Finansklagenemda), Viggo Hagstrøm, uttalte seg i et intervju med Dine Penger i forbindelse med Bankklagenemdas behandling av Røeggen-dommen:

«... Men denne saken grenser mot tema som ikke er rent juridiske. *Det dreier seg mye om økonomiske parametre og beregninger - ting som ikke er så lett for jurister å ha noen formening om.*»<sup>85</sup>

At feil om fremtidsprognoser er vanskelig kom klart frem i Røeggen-dommen. Sentralt for vurderingen av om investor (Røeggen) kunne få restituert sitt tap var feil angivelse av «break even». Investeringen var lånefinansiert og tallet «break even» skulle angi hvor mye investeringen måtte stige før alle kostnader var dekket og Røeggen var i null. Slike beregninger kan være aktuelle for alle investeringer som er lånefinansierte eller innebærer andre kostnader slik at investeringen må stige i verdi før investor er i null. I Røeggen-dommen var det både feil angitt «break-even»-tall, og feil i prospektet som gjaldt hvilken avkastning man kan oppnå ved ulike utviklinger i aksjemarkedet.<sup>86</sup> Høyesterett uttalte videre at «[b]åde prospektet og det løse arket inneholdt altså feil som gjorde at investeringen så ut til å gi avkastning ved lavere stigning i indeksene enn det som var riktig. Dette er forhold av *sentral betydning for risikovurderingen.*»<sup>87</sup> Banken anførte at feilene til dels var åpenbare, og at investor ville forstått dette hvis de hadde undersøkt tallene nærmere. Høyesterett av-

---

<sup>85</sup> Dine Penger 25.01.2009.

<sup>86</sup> Røeggen (Rt. 2013 s. 388) avsnitt 115.

<sup>87</sup> Røeggen (Rt. 2013 s. 388) avsnitt 120.

feide dette med at banken ikke hadde oppdaget det selv og feilene heller ikke ble fullt ut avdekket selv etter omfattende behandling i Bankklagenemda og tingretten.

Selv om informasjon om prognoser og beregninger av natur er usikre, vil slik informasjonen kunne være av *sentral betydning for risikovurderingen*. Feil om faktiske forhold må bedømmes strengere, men også feil i prognoser og beregninger kan gi grunnlag for ansvar.

Ved vurderingen av om informasjonsmangelen kan gi grunnlag for restitusjon er det ikke enhver mangel som kan gi grunnlag for ansvar. I Lognvik-dommen uttalte Høyesterett at «en investor i kapitalmarkedet i utgangspunktet har risikoen for sin egen investeringsbeslutning, men at dette utgangspunktet forlates der det er *kvalifiserte mangler* ved den informasjonen tilbyder har gitt investor, og investor har basert sin investeringsbeslutningen på denne.»<sup>88</sup>

Overstående kan sammenfattes til at informasjon som legges til grunn ved investeringer i aksjer og obligasjoner skal tolkes objektivt. Videre må informasjon om faktiske forhold bedømmes strengere enn prognoser og beregninger om fremtiden. Det er også et krav til at det foreligger *kvalifiserte mangler* i informasjonen, altså et vesentlighetskrav. Dette kan forstås som at feilen må være av en viss betydning og av sin natur være egnet til å påvirke investeringsbeslutningen. Dette kravet henger nært sammen med kravet til årsakssammenheng og økonomisk tap – en bagatellmessig feil i informasjonen vil ikke motivere en investeringsbeslutningen og heller ikke påføre investor et tap.

## 4.2 Momenter i ansvarsvurderingen

For å ilegge ansvar etter culpa-ansvaret er det vilkår at informasjonsgiver har opptrådt uaktsomt, skadevolder må være å bebreide. Sagt på en annen måte vil skadevolder ikke kunne holdes ansvarlig dersom han har holdt seg innenfor en aktsom *handlenorm*. Ved

---

<sup>88</sup> Lognvik (Rt. 2012 s. 355) avsnitt 68.



culpavurderingen er det det alminnelige atferdsmønster på det enkelte livsområdet som skal brukes som målestokk. Mer presist har Lødrup formulert det som at «[c]ulpanormen tar utgangspunkt i hva som rimeligvis bør kunne forventes av en innsiktsfull og normalt forstandig person som opptrer på det aktuelle området.»<sup>89</sup> Når skadevolder er profesjonsutøver, som tilfellet er for revisor, tilrettelegger, analytiker og delvis styret, vil det være «*avviket fra den forstandige yrkesutøvelse som betinger ansvar*».<sup>90</sup> Sentralt i denne vurderingen er den rettslige standarden som er nedfelt i «god skikk» i vedkommende yrke.<sup>91</sup> For revisor vil dette være kravet til «god revisorskikk» som fremgår av revisorloven § 5-2 Mens for andre aktører på verdipapirmarkedet, for eksempel tilretteleggere, utstedere av finansielle instrumenter, analytikere, etc., vil den handlingsnormen i stor grad utledes av kravet til *god forretningskikk* i vphl. § 10-11.

En rekke ulike momenter kan få betydning for vurderingen om informasjonsgiver har handlet i tråd med *handelnormen* eller ikke.

#### 4.2.1 Betydningen av hvem som gir informasjonen

De ulike informasjonsgiverne, ansvarssubjektene, behandlet i punkt 3.2 til 3.6 har ulik grad av tilknytning til informasjonen og investor som mottar informasjonen. Spørsmålet i dette avsnittet er om ansvarsnormen for når feil eller villedende informasjon anses er ansvarsbetingende avhenger av *hvem som har gitt informasjonen*.

For det første kan det være grunn til skille mellom profesjonsutøvere og skadevoldere som ikke er profesjonsutøvere. Det er gjennom rettspraksis og teori lagt til grunn en streng akt-somhetsnorm for profesjonsutøvere. I *Sundfjordtunnelen* (Rt. 2003 s. 400), som gjaldt erstatningskrav mot et fondsmeglerforetak for tap som oppsto for en kunde ved transaksjoner

---

<sup>89</sup> Lødrup 2009 s. 131.

<sup>90</sup> Lødrup 2009 s. 172.

<sup>91</sup> Lødrup 2009 s. 172.

i obligasjonsmarkedet, uttaler førstvoterende at det «gjelder et *streng profesjonsansvar*, men at det likevel er rom for en viss kritikkverdig atferd før det blir tale om erstatningsbe-  
tingende uaktsomhet».<sup>92</sup> Normen blir ytterligere presisert i *Ideal* (Rt. 2000 s. 679). Dom-  
men gjaldt en banks ansvar for finansiell rådgivning og ble det uttalt at investor må «kunne  
kreve *høyt kvalifisert* og *høyt spesialisert rådgivning*», og det at ut fra dette var lite tvilsomt  
at investor «hadde en *berettiget forventning* om å motta oppdaterte og faglig baserte råd».<sup>93</sup>

Overført til oppgavens problemstillingen vil dette bety at investor vil ha høyere forventning  
til informasjon fra en revisor, som i tillegg til å være profesjonsutøver også har en særlig  
rolle med å kontrollere og verifisere informasjon, enn for eksempel en analytiker eller en  
annen tredjemann som sprer informasjon på internett. Generelt vil investor ha større for-  
ventinger til en profesjonsutøver enn en som ikke er profesjonell, aktsomhetsnormen vur-  
deres altså strengere for profesjonsutøveren.

I noen situasjoner er det imidlertid uklart om en skadevolder kan anses å være profesjons-  
utøver og dermed vurderes etter den strenge profesjonsnormen. Særlig kan dette være aktu-  
elt ved spørsmål om styreansvar. Styremedlemmene vil være valgt av aksjonærene fordi de  
er særlig skikket til å lede selskapet på en forsvarlig måte. Dette betyr imidlertid ikke at  
styremedlemmene har noen særskilt kompetanse når det gjelder utarbeidelse av informa-  
sjonsmaterieell eller andre krav som stilles hvis selskapet forhøyer aksjekapitalen gjennom  
en aksjeemisjon eller utsteder et obligasjonslån. Snarere tvert imot fremgår det av retts-  
praksis og i juridisk teori at styremedlemmer *ikke* skal vurderes etter en profesjonsnorm.

Det ble uttalt i Borgarting Lagmannsretts dom *Investa* (LB-1995-03002) av mindretallet at  
«[s]ammenlignet med et vanlig styremedlem vil revisor langt raskere bli holdt til ansvar for

---

<sup>92</sup> Sundfjordtunnelen (Rt. 2003 s. 400) avsnitt 38.

<sup>93</sup> *Ideal* (Rt. 2000 s. 679) på s. 688.

regnskapsmessige feil, når det legges til grunn at begge bygger på det samme faktiske materialet.»<sup>94</sup> Og videre uttalte mindretallet:

«Dette må være den klare hovedregel også der styret ... er økonomisk skolerte med erfaring fra ulike deler av forretningslivet. Revisor skal nemlig måles mot (den bedre del av) sin stand, hvorfor det også gjerne tales som et profesjonsansvar. Men enten det gjelder styre eller revisor skal vurderingen skje ut fra den kunnskap man hadde da regnskapsinformasjonen ble avgitt, eller det som med rimelighet kan forlanges at man burde ha skaffet frem.»<sup>95</sup>

Dommen ble anket, men nektet fremmet for Høyesterett.<sup>96</sup>

At styret og revisor vurderes ulikt fremgår også av juridisk teori. I artikkelen «Erstatningsansvar for revisorer» uttaler Kari Birkeland at styremedlemmers ansvar ikke diskvalifiserer revisors ansvar, og at «[a]nsvarsvurderingen for revisor og styremedlemmer er sannsynligvis ikke sammenfallende. Styremedlemmene bedømmes ikke etter et profesjonsansvar. Utgangspunktet for ansvarsnormen er at det enkelte styremedlem vurderes ut fra den situasjon han var i med hensyn til informasjon om selskapet mv.»<sup>97</sup>

Det legges altså opp til en konkret vurdering av hvilke krav som må stilles til styremedlem.

Informasjonsgivers rolle og tilknytning til informasjonen er egnet til å påvirke investors berettigede forventninger, som igjen er sentralt i vurderingen av aktsomhetsnormen.

Noen informasjonsgivere kan i visse situasjoner ha en særlig egeninteresse i at en transaksjon blir gjennomført. For eksempel vil en selger ønske høyest mulig pris når han selger

---

<sup>94</sup> Investa (LB-1995-03002) under «1. Innledende merknader om ansvarsgrunnlag m m.».

<sup>95</sup> Investa (LB-1995-03002) under «1. Innledende merknader om ansvarsgrunnlag m m.».

<sup>96</sup> HR-1999-248-K.

<sup>97</sup> Birkeland 2007 s. 18.

aksjene i familiebedriften og dermed ha et incentiv til å fremstille selskapet så verdifullt som mulig, og en tilrettelegger kan være avhengig av at et utstedt obligasjonslån *fulltegnes* (at alle andelene i lånet blir solgt) for å få betydelige inntekter basert på provisjon. Spørsmålet er om slike *interessekonflikter* får betydning for informasjonsgivers ansvarsnorm.

Vphl. § 10-10 har en regel om interessekonflikter. Etter første ledd plikter verdipapirforetaket «å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom». Og dersom tiltakene i ikke er «tilstrekkelig for å «sikre kundens interesser på en betryggende måte, skal foretaket opplyse kunden om mulige interessekonflikter», jf. § 10-10 annet ledd. Reglene får kun direkte anvendelse for verdipapirforetak, men kan også sees på som et prinsipp som videre anvendelse. Hvis en informasjonsgiver unnlater å informere om interessekonflikter vil det lett tenkes å være i strid med kravet til *god forretningskikk*, og dermed utgjøre et mulig ansvarsgrunnlag.

Selskapet som utsteder et obligasjonslån eller utsteder aksjer gjennom en aksjeemisjon, og som gir ut informasjon den i forbindelse, har en interesse i å selge alle andelene i obligasjonslånet og at det er stor interesse for aksjene som utstedes. Ofte vil selskapet i slike tilfeller være avhengige av at det tegnes for et minimumsbeløp for å gjennomføre kapitalforhøyelsen eller obligasjonslånet. I de tilfellene utstedende selskap leier tjenester fra tilrettelegger, vil også tilrettelegger ha en økonomisk egeninteresse i at emisjonen eller obligasjonslånet blir fulltegnet. Dette fordi tilretteleggers honorar ofte er provisjonsbasert, det vil si at tilrettelegger er berettiget til en prosentandel av det tegnede beløpet, forutsatt at det tegnede beløpet overstiger et minimum.

Videre vil en som selger aksjer i en bedrift, eller et finansforetak som selger aksjer i et investeringsselskap, ha interesse av å selge til høyest mulig kurs eller flest mulig aksjer i investeringsforetaket. Også en analytiker eller analytikerforetaket kan ha en interesse i at analysen motiverer transaksjoner som kan skape inntekter for meglervirksomheten.

Vi ser altså at flere aktører, i en rekke situasjoner, kan ha sterke økonomiske interesser og incentiver til å «overselge» og dermed havne i en interessekonflikt. På en side har informasjonsgiver interesse i å ivareta investors interesse i å basere investeringsbeslutningen på korrekt informasjon (dette også for å overholde offentligrettslige regler, eget renommé, osv.), på den andre siden står hensynet til egen inntjening.

Interessekonflikter vil ofte være synlige for investor. Det er allment kjent at selger ønsker høyest mulig pris ved salg av aksjene sine. Det er også langt på vei allment kjent at finansforetak i stor utstrekning får sin inntjening basert på provisjon ved transaksjoner, jo flere og større transaksjoner, jo høyere inntjening. I slike tilfeller hvor informasjonsgivers eventuelle interessekonflikt er synlig, kan dette påvirke investors berettigede forventninger til informasjonen.

På en andre siden kan det argumenteres for at interessekonflikter bør øke kravet til informasjonsgivers aktsomhet, spesielt i de tilfeller informasjonsgiver rammes av et profesjonsansvar. Der en profesjonsutøver har særlige økonomiske interesser i forbindelse med en i transaksjon, og dette ikke er åpenbart for investor, vil unnlattelse av å opplyse om interessekonflikten i seg selv kunne tenkes å være et ansvarsbetingende forhold. Dette vil kunne være i strid med god forretningsskikk og det vil avvike fra investors berettigede forventninger til profesjonsutøverens rolle. Spørsmål om interessekonflikter synes ikke å ha vært særlig behandlet i rettspraksis.

#### 4.2.2 Betydningen av hvem som mottar informasjonen

Mulige skadevoldere kan være alt fra profesjonelle investorer som oljefondet, til småsparene som Røeggen. Spørsmålet her er om hvem som mottar informasjonen får betydning for ansvarsnormen. I praksis blir dette et spørsmål om i hvilken utstrekning forbrukerhensyn får betydning for ansvarsvurderingen.

Etter avtl. § 36 annet ledd skal det ved vurderingen av om en avtale er urimelig legges vekt på *partenes stilling*. Høyesterett uttalte i forbindelse med dette at når en avtale er inngått mellom en næringsdrivende og forbruker «vil dette elementet gjennomgående stå sentralt». <sup>98</sup> Videre fremgår det av avtl. § 37 nr. 4 at det «[v]ed tvil om tolkningen av et avtalevilkår, skal vilkåret *tolkes til fordel for forbrukeren*.» Dette kan tale for at ansvaret vurderes strengere når forbrukere er mottakere av informasjonen.

På den annen side må det klare utgangspunkt være at også profesjonelle investorer har krav til å få korrekt informasjon om forhold som er av betydning for investeringsbeslutningen. Imidlertid kan forbrukerhensyn tenkes å gå større betydning for spørsmål om årsakssammenheng. For eksempel vil forbrukere uten særlig kunnskap om finansielle instrumenter lettere bli *villedet* av ubalansert informasjon. Samtidig vil det nok stilles strengere krav til profesjonelle investorers egen undersøkelsesplikt og tapsbegrensningsplikt.

Det synes tvilsomt om feil forbrukerhensyn får vesentlig betydning for vurderingen av ansvarsnormen for informasjonsgiver.

#### 4.2.3 Betydningen av kontrakt

I erstatningsretten går det et skille mellom ansvar i og utenfor kontrakt. <sup>99</sup> Mens erstatning utenfor kontrakt, *deliktsansvar*, fremstår som en sanksjon for skadevoldende handlinger eller unnlater, vil erstatning *i kontrakt* utgjøre en av flere misligholdsbeføyelser som skadelidte kan påberope der ytelsen ikke er kontraktsmessig. <sup>100</sup> I kontrakt har partene også muligheten til å regulere og fordele ansvaret seg imellom.

---

<sup>98</sup> Røeggen (Rt. 2013 s. 388)

<sup>99</sup> Hagstrøm 2004 s. 450 og Hjelmeng 2006 s. 18.

<sup>100</sup> Hagstrøm 2004 s. 450-451.

Et av hensynene bak erstatning i kontrakt er å skape oppfylleelsespress for potensiell skadevolder. Det hensynet gjør seg ikke gjeldende utenfor kontrakt, hvor erstatning blant annet begrunnes i samfunnsmessige forhold og rettferdighetstanker som at skadelidt er berettiget til kompensasjon for skade skadevolder uaktsomt har påført.

Selv ansvar i og utenfor kontrakt springer ut av ulike grunnlag, og til dels er begrunnet i ulike hensyn, er ikke grensen mellom ansvarsformene skarp. Ett særlig område i dette grenselandet er informasjonsansvaret.<sup>101</sup> Hagstrøm skrev at:

«[i] en rekke overgangstilfeller kan subsumsjonen under det ene eller annet regelsett være diskutabel. Siden ansvarsgrunnlagene i norsk rett i så liten grad er lovregulert, slik at det er betydelig fleksibilitet, skulle klassifikasjonen ideelt sett bare ha systematisk og ikke materiellrettslig betydning.»<sup>102</sup>

Videre referer Hagstrøm til forfatterne Von Eyben og Isager (s.82) som sier at det kontraktsmessige grunnlag «for den professionelle bistand ... [må] ikke overvurderes. Den *grundlæggende ansvarsnorm er overalt den samme*, nemlig den profesjonelles pligt til at præstere en god faglig innsats, der honorerer de krav man med rette kan stille til en sagkyndig på området».<sup>103</sup>

Ut fra dette virker det som at ansvarsnormen, særlig når det anføres et profesjonsansvar, i utgangspunktet ikke bedømmes annerledes om ansvaret bygger på kontrakt eller utenfor kontrakt. For eksempel vil en tilrettelegger vurderes etter en streng profesjonsnorm selv om ansvaret ikke er basert på et kontraktsforhold.

---

<sup>101</sup> Hagstrøm 2004 s. 451.

<sup>102</sup> Hagstrøm 2004 s. 451.

<sup>103</sup> Lødrup 2006 s. 130.

På området utenfor profesjonsansvar vil situasjonen imidlertid være en annen. Skadelidtes berettigede forventning til skadevolders aktsomhet vil være annerledes. Dette kan illustreres ved hjelp av et eksempel:

En kjøper som baserer en beslutning om å kjøpe andeler i et obligasjonslån på feil opplysninger fra selger, kan anføre kjøps- og avtalerettslige regler til å få restituert sitt tap. Kjøper vil da ha en beskyttelsesverdig interesse som direkte er vernet etter regler om mangelansvar, ugyldighet og erstatning. Forholdet er direkte lovregulert og må vurderes etter disse reglene.

Dersom den samme kjøperen baserer den samme investeringsbeslutningen på informasjon fra en profesjonell analytiker, vil kjøper ha en berettiget forventning om at analytikeren overholder profesjonens krav til god forretningsskikk osv. Denne forventningen vernes etter regler om ulovfestet profesjonsansvar.

Dersom den samme kjøperen derimot baserer den samme investeringsbeslutningen på informasjon fra et anonymt debattinnlegg på internett, vil kjøperen ikke ha noen berettiget forventning til at informasjonen er korrekt og balansert fordi kilden er anonym.

Hvorvidt et ansvaret bygger på kontrakt vil i relasjon til oppgavens problemstilling først og fremst ha betydning for hvilke rettslige grunnlagene som kan anføres, spesielt innenfor området for profesjonsansvar. Utenfor profesjonsansvar vil et kontraktsforholdet si noe om skadelidtes tilknytning til informasjonsgiver og den ansvarsbetingende uaktsomme handlingen. Jo fjerne tilknytning det er mellom skadelidte og informasjonsgiver, jo høyere bør terskel være for å ilegge ansvar.

## **5 Avsluttende bemerkninger**

Som oppgaven har behandlet kan feil eller villedende informasjon som fører til tap på investeringer i aksjer og obligasjoner lede til ansvar for en rekke ulike ansvarssubjekter og



etter en rekke ulike ansvarsgrunnlag. Sagt med andre ord er det mange ansvarssituasjoner. Daglig omsettes det aksjer og obligasjoner, både i førstehånds- og annenhåndsmarkedet, for enorme beløp gjennom tusenvis av transaksjoner. Samlet sett er dette forhold som *burde* tilsi at investor i mange saker får restituert sitt tap etter å ha investert på bakgrunn av feil eller mangelfull informasjon.

Selv om et betydelig antall saker er presentert i oppgaven ovenfor, er det i praksis påfallende få saker i rettssystemet hvor informasjonsgiver holdes ansvarlig for feil eller villedende informasjon. Dette fremholdes også i Perland sin fremstilling om tilretteleggers ansvar ved tilrettelegging av aksjeemisjoner, hvor Perland uttaler at etter hans «gjennomgang av rettspraksis av ulike profesjoner tilsier at antallet dommer for denne næringen er betydelig lavere enn for andre profesjonsutøvere som revisorer, eiendomsmeglere og advokater».<sup>104</sup>

Et forhold som kan være årsak til det foreligger få antall saker hvor informasjonsgiver holdes ansvarlig, er at vilkårene til årsakssammenheng og økonomisk tap begrenser ansvarets omfang i praksis.

Etter de alminnelige reglene for culpa- og profesjonsansvaret er det et vilkår om at det foreligger årsakssammenheng mellom skadevolders uaktsomme handling eller unnlattelse, og tapet. Overført til en situasjon hvor det anføres informasjonsmangel må det først sannsynliggjøres at informasjonsmangelen skyldes informasjonsgivers uaktsomhet, og deretter at informasjonsmangelen har påført de skadelidte et tap.<sup>105</sup> For å vurdere om informasjonsmangelen har påført investor et økonomisk tap må det sannsynliggjøres et hypotetisk hendelsesforløp. Dette kom blant annet til uttrykk i *Sunnfjordtunneldommen* (Rt. 2003 s. 400) som gjaldt erstatningskrav mot et fondsmeglerforetak for tap som oppsto for en kunde ved transaksjoner i obligasjonsmarkedet. Høyesterett uttalte:

---

<sup>104</sup> Perland 2013 s. 20.

<sup>105</sup> Perland 2013 s. 787.

«Jeg ser så på beregningen av erstatningen – det vil her si spørsmålene om økonomisk tap, årsakssammenheng og den skadelidtes medvirkning. Utgangspunktet for beregningen av tapet må her være at tunnelselskapet skal stilles som om [verdipapirforetakets] informasjon og rådgivning *hadde vært aktsom* [...]. I prinsippet blir det da spørsmål om *hvordan tunnelselskapet ville handlet hvis kravene til informasjon og rådgivning hadde vært oppfylt*».<sup>106</sup>

Høyesteretts uttalelse illustrerer at kravet til årsakssammenheng henger tett sammen med beregningen av skadelidtes økonomiske tap og at dette henger sammen med vurderingen av «hvordan [investor] ville handlet hvis kravene til informasjon og rådgivning hadde vært oppfylt»<sup>107</sup> Det legges altså opp til en vurdering hvor et hypotetisk hendelsesforløp får betydning for vurderingen av årsakssammenheng og økonomisk tap.

Kravene til årsakssammenheng og økonomisk tap kan begrense antall saker hvor informasjonsgiver holdes ansvarlig for informasjonsmangel, ved at investor ikke har *basert* seg på den feilaktige informasjonen ved investeringsbeslutningen. Det kan foreligge en informasjonsmangel som anses vesentlig, men den har ikke *motivert* investors beslutning, og da vil heller ikke investor ha lidt et økonomisk tap.

En annen årsak til at det ikke kommer opp flere saker for domstolene er *prosessøkonomiske* forhold.

I mange saker hvor spørsmål om informasjonsmangel oppstår, er investors krav ikke større enn at det innebærer en betydelig økonomisk risiko å ta ut stevning mot informasjonsgiver. Dersom investor taper i retten risikerer vedkommende å måtte betale både egne og motpartens saksomkostninger. I kompliserte saker om finansielle instrumenter kan saksomkostnadene bli mer enn betydelige. Et eksempel som illustrerer dette er Røeggen-saken. Røeggen had-

---

<sup>106</sup> *Sunnfjordtunneldommen* (Rt. 2003 s. 400) avsnitt 49. Se også *Revisor* (Rt. 1998 s. 1924), *Idealdommen* (Rt. 2000 s. 679), *Advokatansvar* (Rt. 2001 s. 1702) og Rt. 2003 s. 696.

<sup>107</sup> *Sunnfjordtunneldommen* (Rt. 2003 s. 400) avsnitt 49.

de lidt et tap på ca. kr 230 000 ved sine investeringer i nevnte dom. Det kan antas at de ca. 2000 sakene som fortsatt ligger til behandling i Finansklagenemnda har lidt tap i samme størrelsesorden. Dersom investor går til sak med et tilsvarende stort tap risikere vedkommende å lide enda mye større tap. I Røeggens sak, som riktignok var spesiell som pilotsak og ble behandlet i Høyesterett ved to omganger, ble Røeggen ved partshjelper Forbrukerrådet tilkjent saksomkostninger på nesten 5 millioner.<sup>108</sup>

Av prosessøkonomiske hensyn er det derfor risikabelt for investorer med relativt beskjedne krav å gå til rettssak for å få restituert sitt tap. Regjeringen har imidlertid foreslått et lovfor-slag som kan endre dette.<sup>109</sup> Lovforslaget går ut på at finansforetak som taper saken sin i Finansklagenemnda, må dekke investorens kostnader ved å ta saken til tingretten, uavhengig av utfall i retten.

Finansklagenemnda er et utenrettslig tvisteløsningsorgan som behandler saker mellom forbrukere og finansinstitusjoner. Klagesaksbehandlingen bunner ut i en uttalelse som ikke er bindende for det innklagede finansforetaket. I tilfeller hvor investoren får medhold og selskapet ikke innretter seg etter uttalelsen, risikerer investorer å måtte betale både egne og foretakets saksomkostninger ved et nederlag i retten.

Lovforslaget vil styrke forbrukervernet ved at finansforetak som nekter å følge Finanskla-genemndas uttalelser ikke vil kunne gjøre dette for å spekulere i at investoren velger å ikke ta ut søksmål for domstolene fordi dette kan medføre høye kostnader. Videre vil forslaget innebære at investor ved medhold i Finansklagenemnda ikke har noen økonomisk risiko ved å ta ut søksmål mot foretaket. Dette vil igjen kunne føre til at flere saker blir prøvd for domstolene og at det kommer flere prinsipielle avgjørelser. Selv om det siden 2012 og 2013 har blitt avsagt tre høyesterettsdommer som omhandler finansielle instrumenter,<sup>110</sup> er

---

<sup>108</sup> Røeggen (Rt. 2013 s. 388) avsnitt 134.

<sup>109</sup> Forbrukerombudet 2013: <http://www.forbrukerombudet.no/2012/09/11042466.0>

<sup>110</sup> Lognvik, Fokus Bank og Røeggen.

det etter min mening fortsatt behov for flere prinsipielle avgjørelser som bidrar til rettsavklaring på et komplisert og samfunnsmessig viktig rettsområde.

## 6 Litteraturliste

### 6.1 Lover

2007	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)	vphl
2002	Lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp (forbrukertjenesteloven)	fkjl.
1999	Lov 26. mars 1999 nr. 17 om husleieavtaler (husleieloven)	husll.
1999	Lov 15. januar 1999 nr. 2 om revisjon og revisorer (revisorloven)	revl
1998	Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)	rskl.
1997	Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)	asal.
1997	Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper av (aksjeloven)	asl.
1997	Lov 13. juni 1997 nr. 43 om avtaler med forbruker om oppføring av ny bustad m.m.(bustadoppføringslova)	buofl.
1992	Lov 03. juli 1992 nr. 93 om avhending av fast eigedom (avhendingslova)	avhl.
1989	Lov 16. juni 1989 nr. 63 om håndverkertjenester m.m for forbrukere (håndverkertjenesteloven)	hvtjl.
1988	Lov 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp (kjøpsloven)	kjl.
1979	Lov 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer (foreldelsesloven)	fl.
1969	Lov 13. juni 1969 nr. 26 om skadeserstatning (skadeserstatningsloven)	skl.
1918	Lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven)	avtl.

### 6.2 Forarbeider

Ot.prp.nr. 5 1982-1983

NOU 1997:9

Om revisjon og revisorer

NOU 1996:2

Verdipapirhandel

### 6.3 Domsregister

**Dommer Høyesterett**

**Referanser**

Rt. 2013 s. 388  
Rt. 2012 s. 355  
Rt. 2012 s. 1926  
Rt. 2007 s. 679  
Rt. 2003 s. 696  
Rt. 2003 s. 400  
Rt. 2003 s. 612  
Rt. 2002 s. 1110  
Rt. 2001 s. 1702  
Rt. 2000 s. 679  
Rt. 1998 s. 276  
Rt. 1998 s. 1924  
Rt. 1998 s. 276  
Rt. 1996 s. 1463  
Rt. 1991 s. 1335  
Rt. 1981 s. 462  
Rt. 1973 s. 1268  
Rt. 1935 s. 1079  
Rt. 1925 s. 988  
Rt. 1915 s. 122  
Rt. 1915 s. 265

**Dommer lagmannsretten****Referanser**

LB-2011-063877  
RG 2008 s. 705  
LG-2004-84833

**Kjentnavn**

Røeggen-dommen  
Lognvik  
Fokus Bank-saken  
Idealdommen  
  
Sunnfjordtunnelen  
Arealsviktdommen  
Bodum  
Advokatansvar  
Ideal-dommen  
  
Revisor  
  
Labogas  
Sjekk-dommen  
  
Flymanøverdommen  
Bildekk  
  
Fiskeparti-dommen

**Kjentnavn**

Sponsor Service-saken  
Traconidommen

LB-2002-02051                      Unipower  
LB-1995-03002                      Investa

### **Dommer tingretten**

#### **Referanser**

TOSLO-2011-196313

11-062353TVI-OTIR/08

Oslo byretts dom av 16. september 1994 i sak  
nr. 91-07524 A/76

Eidsvoll herredsretts dom av 25. oktober 1993 i  
sak nr. 850-92A

TOSLO-2003-17426

#### **Kjentnavn**

World Travellers AS

MPF

## **6.4 Juridisk litteratur**

- Perland 2013                      Perland Olav Fr., *Tilretteleggeransvar*, 1. utgave, Oslo 2013.
- Thorson 2011                      Thorson Bjarne, *Erstatningsrettslig vern for rene formuestap*, 1. utgave, Oslo 2011.
- Lødrup 2009                      Lødrup Peter, *Erstatningsrett*, 6. utgave, Oslo 2009.
- Eide og Stavang 2008              Eide Erling og Stavang, *Rettsøkonomi*, 4. utgave, Oslo 2008.
- Nygaard 2007                      Nygard Nils, *Skade og ansvar*, 6. utgave, Bergen 2007.
- Hagstrøm 2004                      Hagstrøm Viggo, *Obligasjonsrett*, 3. utgave, Oslo 2004.

Grønn, Hirsch og Knutzen 1996 Forfatter Ødegaard Magnus, Redigert av Grønn Terje, Hirsch Erik og Knutzen Pål, *Norsk domssamling om revisors erstatningsansvar*, 1. utgave, Oslo 1996.

Aarum 1994 Aarum Kristin Normann, *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*, Oslo 1994.

## 6.5 Artikler

DN 23.11.2013 *Fengsel for Credit Suisse-topp* (2013), 23.11.2013.  
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2723148.ece>

Hegnar Online 22.11.2013 A - *Kongsberg-aksjen har mye mer å gå på*, (2013) 22.11.2013, 16:13.  
[http://www.hegnar.no/personlig\\_ekonomi/article748914.ece](http://www.hegnar.no/personlig_ekonomi/article748914.ece)

Hegnar Online 22.11.2013 B *Aker Solutions får milliard-kontrakt av Statoil*, (2013) 22.11.2013, 12:45. <http://www.hegnar.no/bors/article748873.ece>

Justice News 19.11.2013 *Justice Department, Federal and State Partners Secure Record \$13 Billion Global Settlement with JPMorgan for Misleading Investors About Securities Containing Toxic Mortgages* (2013) 19.11.2013.  
<http://www.justice.gov/opa/pr/2013/November/13-ag-1237.html>

E24 Nyheter 19.11.2013 *JP Morgan må betale 78 milliarder i bot* (2013) 19.11.2013.  
<http://e24.no/boers-og-finans/jp-morgan-maa-betale-78-milliarder-i-bot/22637649>

DN NTB 15.11.2013 *Taper de fleste klagene etter Røeggen* (2013) 15.11.2013.



- <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2719054.ece>
- DN NTB 15.11.2013 Taper de fleste klagen etter Røeggen (2013) 15.11.2013.  
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2719054.ece>
- Kapital nr. 19 – 7. nov. 2013 *Primærinnsider Jan Vestrum alias «Jhala» gav anonyme aksjeråd om Intex Resources* (2013), Kapital nr. 19 – 7. november 2013.
- Aftenposten NTB 30.08.2012 *Citigroup inngår forlik med investorer* (2013) 19.03.2013.  
<http://www.aftenposten.no/okonomi/utland/Citigroup-inngar-forlik-med-investorer-6977901.html>
- Aftenposten 19.01.2011 *Sparere venter på Røeggen-dommen* (2011) 19.01.2011.  
<http://www.aftenposten.no/okonomi/innland/Sparere-venter-pa-Roeggen-dommen-5107649.html>
- Hjelmeng 2010 *Revisoransvar og ansvarsbegrensning, Selskap, kontrakt, konkurs og rettskilder: festskrift til Mads Henry Andenæs 70 år, (FEST-2010-mha-86), 2010.*
- Dine Penger 25.01.2009 *Bankklagenemnda ville ikke granske bankenes spareprodukter. Årsak: De var altfor kompliserte* (2009), 25.01.2009.  
<http://www.dinepenger.no/spare/bankklagenemnda-ville-ikke-granske-bankenes-spareprodukter-aarsak-de-var-altfor-kompliserte/546506>
- Birkeland 2007 Birkeland Kari, *Erstatningsansvar for revisorer* (2007), Tidsskrift for Erstatningsrett (TFE 2007-1/2).

- Truyen 2007 Truyen Filip, *Aksjeanalyse og informasjonsansvar*, Tidsskrift for Rettsvitenskap 2007, vol. 120, 01-02/2007.
- Hjelmeng 2006 Hjelmeng Erling, *Revisors Erstatningsansvar – en analyse av ansvarsnormen*, Oslo 2006.
- VG 26.09.05 *Millionforlik om Finance Credit* (2005), 26.09.05  
<http://www.vg.no/nyheter/okonomi/artikkel.php?artid=291313>
- VG 18.11.02 *En milliard søkk vekk* (2002), 18.11.02.  
<http://www.vg.no/nyheter/innenriks/artikkel.php?artid=2985331>
- Dagbladet Magasinet  
29.01.2002 *Bobla som sprakk* (2002), 29.01.2002  
<http://www.dagbladet.no/magasinet/2002/01/29/309221.html>
- Aarum 2002 Aarum Kristin Normann, *Prospektansvaret – behov for nytenkning?* Tidsskrift for Rettsvitenskap 2002, s. 239-291, 01-02/2002.
- Perland 1999 Perland Olav Fr, *Styreansvar etter de nye aksjelovene har ansvaret blitt skjerpet?* Tidsskrift for Forretningsjus 1999 nr. 2.
- Knudsen 1997 Knudsen Gudmund, *Selskapets ansvar for uriktige og villedende opplysninger ved aksjetegning og aksjekjøp*, TFF 1997 nr. 4.
- Hagstrøm 1995 Hagstrøm Viggo, *Regnskapsmessig estimering og privatrettslig bundethet og ansvar*, LoR 1995 s. 375.

## 6.6 Diverse

- Emisjonsstatistikk fra Oslo Børs  
Oslo Børs, Emisjonsstatistikk. <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Emisjonsstatistikk>
- Etiske regler for Norske Finansanalytikeres Forening 2004  
[http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl\\_pdffiler/Etiske\\_regler\\_2004.pdf](http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl_pdffiler/Etiske_regler_2004.pdf)
- Statistikker over omsetting av aksjer og obligasjoner  
<http://www.oslobors.no/>
- Forbrukerombudet  
<http://www.forbrukerombudet.no/2012/09/11042466.0>